



Luca Bianchi*

Die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen von strukturierten Produkten

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Strukturierte Produkte
 1. Begriff
 2. Kategorien
 - 2.1 Übersicht
 - 2.2 Kapitalschutzprodukte
 - 2.3 Renditeoptimierungsprodukte
 - 2.4 Partizipationsprodukte
 - 2.5 Hebelprodukte
 - 2.6 Referenzschuldnerprodukte
 3. Ausgewählte Abgrenzungsfragen
 - 3.1 Grundsatz
 - 3.2 Kriterien
 - 3.3 Praxis
 - 3.4 Spezialfälle
 4. Schnittstellen zu den Finanzwissenschaften
- III. Die neue schweizerische Finanzmarktarchitektur
 1. Übersicht
 2. Rechtsgrundlagen
 - 2.1 Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG)
 - 2.2 Finanzinstitutsgesetz (FINIG)
 - 2.3 Finanzmarktinfrastukturgesetz (FINFRAG)
 3. Auswirkungen auf Produktion und Vertrieb von strukturierten Produkten
 - 3.1 Prospektpflicht
 - 3.2 Prospektprüfung
 - 3.3 Basisinformationsblatt (BIB)
 - 3.4 Prüfpflichten am Point of Sale
 - 3.5 Werberegulierung
- IV. Abschliessende Beurteilung

Kernsätze

1. Erstmals werden in der Schweiz eine produktübergreifende, normativ geregelte *Prospektpflicht* sowie *Prospektprüfung* durch eine Prüfstelle eingeführt; diese neuen Regeln werden insbesondere auch im Bereich der strukturierten Produkte gelten, wo sie einen wesentlichen Unterschied zur bisherigen Rechtslage darstellen (vgl. Art. 37 ff. und 53 ff. E-FIDLEG).

2. Das neue *Basisinformationsblatt (BIB)* für den Vertrieb an Privatkunden wird den bisher erforderlichen vereinfachten Prospekt ersetzen (Art. 60 ff. E-FIDLEG).
3. Neu wird auf regulatorischer Ebene die Pflicht zur Durchführung einer Eignungs- (*Suitability*) sowie einer Angemessenheitsprüfung (*Appropriateness*) am Point of Sale eingeführt (Art. 11 ff. E-FIDLEG).
4. Zudem wird eine eigentliche *Regulierung der Werbung* implementiert, welche sich namentlich in der Pflicht zur Bezeichnung und zur inhaltlichen Richtigkeit der Werbung manifestiert (Art. 71 Abs. 1–3 E-FIDLEG).

I. Einleitung

Die Produktion und der Vertrieb von strukturierten Produkten sind zwei Geschäftsbereiche, welche besonders stark von der gegenwärtigen Regulierungsflut betroffen sind¹. Vor diesem Hintergrund stellt sich für Produzenten und Vertriebsträger von strukturierten Produkten die Frage, welche neuen Regeln ihnen durch das vom Bundesrat im November 2015 vorgeschlagene Finanzdienstleistungsgesetz (E-FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (E-FINIG) sowie das am 1.1.2016 bereits in Kraft getretene Finanzmarktinfrastukturgesetz (FINFRAG) auferlegt werden².

Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, im Anschluss an einige grundlegende Ausführungen zu strukturierten Produkten – namentlich zu Begriff, Kategorien, Abgrenzungsfragen und finanzwissenschaftlichen Schnittstellen zu der vorliegenden Betrachtung – (Ziff. II), die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen von strukturierten Produkten zu beleuchten (Ziff. III). Zu diesem Zweck werden zunächst die Rechtsgrundlagen der neuen schweizerischen Finanzmarktarchitektur bzw. deren

¹ LUCA BIANCHI, Proposed Regulatory Framework for Financial Products in Switzerland, CapLaw 1/2014, 23.

² BIANCHI (FN 1), 21; vgl. SANDRO ABEGGLEN/FRANÇOIS BIANCHI/LUCA BIANCHI et. al., Switzerland's New Financial Market Architecture, Zürich 2014, 13 ff.

* RA lic. iur. Luca Bianchi, MAS UZH in Finance, ist Senior Associate bei Niederer Kraft & Frey AG, Zürich.

Kernpunkte dargelegt (Ziff. III.2)³. Anschliessend werden die wichtigsten konkreten Auswirkungen der neuen Regulierung auf strukturierte Produkte dargestellt (Ziff. III.3). Die mannigfaltigen Rechtsfragen betreffend grenzüberschreitende Sachverhalte werden vorliegend nicht oder nur ansatzweise berücksichtigt.

Der vorliegende Beitrag geht von der Annahme aus, dass das E-FIDLEG und E-FINIG, so wie sie jetzt in ihren jeweiligen Entwürfen des Bundesrates vorgesehen sind, in Kraft treten. Allfällige Änderungen an den Entwürfen im Rahmen des andauernden Gesetzgebungsprozesses sowie entsprechende Verordnungen bleiben vorbehalten.

II. Strukturierte Produkte

1. Begriff

Strukturierte Produkte sind *Schuldverschreibungen*, welche in der Form eines Wertpapiers oder eines Wertrechts (bzw. als Bucheffekte) emittiert werden und aus einer Kombination von mindestens zwei Elementen bestehen, die fest zu einer neuen rechtlichen und wirtschaftlichen Einheit verbunden sind⁴. Sie weisen gezielt erzeugte Risikoeigenschaften auf und verpflichten den Emittenten zur Zahlung eines Geldbetrags oder Lieferung eines Basiswerts⁵. In der Bilanz des Emittenten werden die Emissionsgelder der Anleger auf der Passivseite unter den Kundenverpflichtungen als Fremdkapital verbucht, die allfälligen vom Emittenten getätigten Anlagen zu Absicherungszwecken auf der Aktivseite⁶. Der theoretische Wert eines strukturierten Produkts (bzw. die Anzahl der zu liefernden Basiswerte zum Zeitpunkt der Rückzahlung) lässt sich von dessen Bestandteilen ableiten⁷.

Zwingendes Element eines strukturierten Produkts ist jeweils mindestens ein *Basiswert*, welcher mit weiteren

Basiswerten, derivativen Finanzinstrumenten, Zero-Bonds und/oder sonstigen komplexen Eigenschaften kombiniert wird⁸. Der Basiswert ist die für die Wertentwicklung des strukturierten Produkts massgebende Komponente⁹. Die häufigsten Basiswerte von strukturierten Produkten sind Aktien, Indizes, Aktienbaskets, Rohstoffe, Währungen und Zinsinstrumente¹⁰. Weitere mögliche Basiswerte stellen kollektive Kapitalanlagen oder aktiv-verwaltete Indizes bzw. Strategien dar (vgl. Ziff. II.3.4b bzw. Ziff. II.3.4c zu den für diese Spezialfälle zu befolgenden regulatorischen Einschränkungen)¹¹. Illiquide Basiswerte können dem Emittenten die Absicherung des strukturierten Produkts und damit das Market Making verunmöglichen und sind daher für strukturierte Produkte i.d.R. ungeeignet (jedenfalls dann, wenn der Emittent einen Sekundärmarkt anbieten möchte bzw. das fragliche Produkt den Anspruch hat, liquide zu sein, was bei illiquiden Basiswerten tendenziell nicht möglich sein wird)¹².

Die *derivative Komponente* eines strukturierten Produkts ist für dessen Konstruktion essenziell und beeinflusst die Produkteigenschaften bzw. das Payoff-Diagramm massgeblich¹³. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang das theoretische Pricing von Optionen¹⁴. Neben den regulären (Plain-Vanilla) Call- und Put-Optionen sowie den exotischen Optionen kommen auch Forwards, Futures und Swaps als derivative Komponenten in Frage¹⁵. In der Literatur ist allerdings umstritten, ob strukturierte Produkte zwingend eine derivative Komponente enthalten müssen¹⁶. Die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) und der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte (SVSP) haben in den neueren Auflagen ihrer Richtlinien betreffend strukturierte Produkte auf die Nennung eines Derivats als zwingende Komponente eines strukturierten Produkts verzichtet¹⁷. Dementsprechend ist das Erfordernis einer derivativen Komponente heute weit auszulegen¹⁸. Namentlich wird dieses nicht nur bei Einbettung von Derivaten in ein strukturiertes Produkt als erfüllt erachtet, sondern auch bei blosser Abhängigkeit des Werts des Produkts von einem Basiswert (d.h. bei Vorliegen eines

³ Vgl. Bianchi (FN 1), 18 ff.

⁴ Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg), Besondere Risiken im Effektenhandel, Stand: 2008 («SBVg-Risikobroschüre»), 14; ARMIN KÜHNE, Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis, 2. A., Zürich 2015, 493 f.; FRANCA CONTRATTO, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht – Analyse *de lege lata* und Vorschläge *de lege ferenda* unter besonderer Berücksichtigung der Anlegerinformation bei Warrants und strukturierten Produkten, Diss. Freiburg 2006, 14 f. (=AISUF 251); SILVIO HUTTERLI, Strukturierte Produkte – Ausgestaltung, Emission und Handel aus rechtlicher Sicht, Diss. St. Gallen 2008, 33 (=SGSF 3); MARTIN MEIER/DANIEL SANDMEIER, Die Welt der Strukturierten Produkte, Zürich 2012, 22; BENEDIKT MAURENBRECHER/STEFAN WALLER, Prospekthaftung und strukturierte Produkte, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), EIZ-Kapitalmarkttransaktionen IV, Zürich 2009, 59 f.; PATRICK MEYER, Die Regulierung des Vertriebs von strukturierten Anlageprodukten, Zürich 2007, 4; OLIVIA VAN DER MEER, Der vereinfachte Prospekt gemäss Artikel 5 KAG, Zürich 2009, 4 f.

⁵ HUTTERLI (FN 4), 31 f.; KÜHNE (FN 4), 493 f.

⁶ MIRJAM EGGEN, Die Regulierung von strukturierten Produkten – eine vergleichende Analyse des geltenden Rechts, SZW 2008, 382.

⁷ HUTTERLI (FN 4), 33.

⁸ HUTTERLI (FN 4), 35.

⁹ HUTTERLI (FN 4), 36.

¹⁰ HUTTERLI (FN 4), 36; MEIER/SANDMEIER (FN 4), 30 ff.

¹¹ LUCA BIANCHI, The Rise of Actively Managed Certificates, CapLaw 2/2015, 23; MEIER/SANDMEIER (FN 4), 36.

¹² HUTTERLI (FN 4), 36.

¹³ HUTTERLI (FN 4), 36.

¹⁴ JOHN HULL, Optionen, Futures und andere Derivate, 8. A., München 2012, 398 ff.; ZVI BODIE/ALEX KANE/ALAN MARCUS, Investments, Oxford 2011, 711 ff.

¹⁵ Vgl. HUTTERLI (FN 4), 36 ff.

¹⁶ EGGEN (FN 6), 384 f.; HUTTERLI (FN 4), 16; MAURENBRECHER/WALLER (FN 4), 58; MEYER (FN 4), 4; VAN DER MEER (FN 4), 5.

¹⁷ Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) und Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte (SVSP), Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten vom 1.9.2014 («SBVg-RL Strukturierte Produkte»), 2.

¹⁸ MEYER (FN 4), 5.

derivativen Charakters), wie sie z.B. bei einem Tracker Zertifikat, welches die Wertentwicklung eines oder mehrerer Basiswerte 1:1 abbildet, vorliegt¹⁹.

Nebst den vorgenannten Basiswerten und der derivativen Komponente bilden auch *Zero-Bonds* (Nullcouponanleihen) einen wichtigen Bestandteil von bondähnlichen strukturierten Produkten (wie z.B. Kapitalschutzprodukten)²⁰.

Schliesslich kann ein strukturiertes Produkt weitere *komplexe Merkmale* aufweisen, wobei insbesondere die folgenden speziellen Features in Frage kommen: Asian Option, Auto-Callable, Callable, Capped Participation, Conditional Coupon, European Barrier, Lock-In, Lookback, Memory Coupon, Partial Capital Protection, Puttable, Variable Coupon und Quanto²¹.

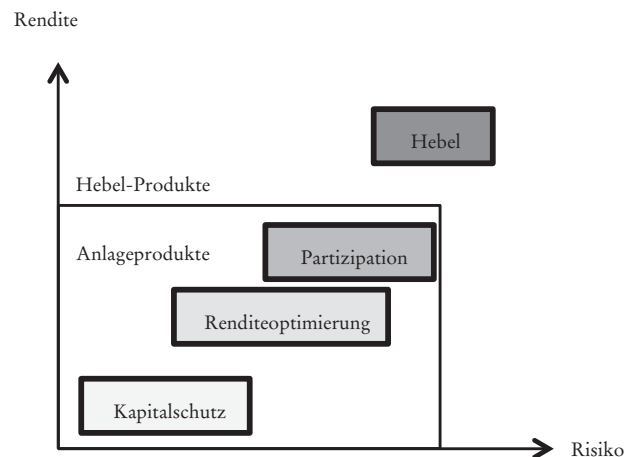
Wie bereits erwähnt, ist ein strukturiertes Produkt eine *Kombination* verschiedener der oben genannten Bausteine zu einem neuen Finanzprodukt²². Durch diese Kombination sollen gezielt neue Produkteigenschaften kreiert werden²³. Im Ergebnis lässt sich mittels strukturierter Produkte fast jede Marktmeinung in einem spezifischen Risikoprofil abbilden²⁴.

2. Kategorien

2.1 Übersicht

Die in der Schweiz geläufigste Kategorisierung von strukturierten Produkten ist diejenige der SVSP-Swiss Derivative Map²⁵. Diese ist in folgende fünf Hauptkategorien gegliedert: Kapitalschutz, Renditeoptimierung, Partizipation, Hebel- und Anlageprodukte mit Referenzschuldner²⁶. Für die Gliederung sind demnach Rendite/Risiko-Überlegungen und Rückzahlungsmodalitäten massgebend.²⁷

Wie der nachstehenden Abbildung zu entnehmen ist, kann die erwartete Rendite nur gesteigert werden, wenn zugleich höhere Risiken in Kauf genommen werden²⁸.



2.2 Kapitalschutzprodukte

Kapitalschutzprodukte sind strukturierte Produkte, die einen vollständigen oder zumindest teilweisen Schutz vor Vermögensverlusten bei gleichzeitiger Partizipation an steigenden Börsenkursen des Basiswerts bieten und daher ein geringeres Risiko als die restlichen Produktkategorien der SVSP-Swiss Derivative Map aufweisen²⁹. Zu diesem Zweck wird i.d.R. ein Zero-Bond mit einer Call-Option kombiniert, wobei die Optionskomponente aus der Differenz zwischen dem Ausgabekurs und dem höheren Rückzahlungskurs (Disagio) bzw. der Rendite des Zero-Bonds finanziert wird³⁰. Der Kapitalschutz wird in Prozentanteilen des Nominalbetrags des Produkts ausgedrückt³¹. Er beinhaltet keinen Schutz vor dem Ausfallrisiko des Emittenten, was insbesondere im Zusammenhang mit dem sog. *White Labelling* zu beachten ist³². Zudem kann der Wert des Kapitalschutzprodukts während der Laufzeit unter die Kapitalschutzgrenze fallen³³. Der Kapitalschutz besteht demnach nur am Ende der Laufzeit des Produkts³⁴. Kapitalschutzprodukte lassen sich in die Typen Kapitalschutz ohne Cap, Kapitalschutz mit Cap, Kapitalschutz mit Coupon und Kapitalschutz mit Knock-Out untergliedern³⁵.

¹⁹ M.W.H. MEYER (FN 4), 5.

²⁰ MEIER/SANDMEIER (FN 4), 64 f.

²¹ Swiss Derivative Map[©] des Schweizerischen Verbands für strukturierte Produkte (SVSP) vom 9.6.2015 («SVSP-Swiss Derivative Map»), 1.

²² EGGEN (FN 6), 385; HUTTERLI (FN 4), 35.

²³ EGGEN (FN 6), 385; SANDRO OTTER, *Strukturierte Produkte – Ein Instrument für jeden Anleger?*, Hamburg 2014, 12.

²⁴ OTTER (FN 23), 12.

²⁵ MARC OLIVER RIEGER, *Optionen, Derivate und strukturierte Produkte – Ein Praxisbuch*, Zürich 2009, 176.

²⁶ Vgl. SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

²⁷ RIEGER (FN 25), 177 f.

²⁸ RIEGER (FN 25), 177 f.

²⁹ RIEGER (FN 25), 177; BENJAMIN WILDING/RUDOLF VOLKART, *Strukturierte Produkte aus Anlegersicht – Überlegungen zum Chancen-Risiken-Potential anhand ausgewählter Beispiele*, ST 2007, 814 f.

³⁰ SBVg-Risikobroschüre (FN 4), 15; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, *Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts*, Bern 2014, 307.

³¹ SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

³² CHRISTIAN STAUB/THOMAS MÜLLER, *Aktuelle Regulierungspraxis bei strukturierten Produkten*, SJZ 2011, 78; FINMA, *Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft vom 2.3.2010* («FINMA-Untersuchungsbericht»), 14 f.

³³ JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 307; RIEGER (FN 25), 209.

³⁴ WILDING/VOLKART (FN 29), 820.

³⁵ SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

2.3 Renditeoptimierungsprodukte

Renditeoptimierungsprodukte verschaffen dem Anleger die Aussicht auf einen vergleichsweise hohen Coupon, welcher z.B. durch einen oder mehrere «Short Put(s)» finanziert wird (was mithin zu Verlusten führen kann, wenn ein Basiswert unter eine bestimmte Barriere fällt)³⁶. Der relativ hohe Wert des Coupons ergibt sich aufgrund der erhaltenen Optionsprämie, wobei dadurch allerdings auf eine maximale Partizipation an einer positiven Wertentwicklung des Basiswerts verzichtet wird³⁷. Zudem besteht im Falle eines starken Wertverlusts des Basiswerts (bzw. eines Durchbrechens der Barriere) das Risiko einer Direktanlage in denselben³⁸. Zusammenfassend weisen Renditeoptimierungsprodukte im Vergleich zu Kapitalschutzprodukten ein höheres Risiko sowie eine höhere Renditechance auf³⁹.

Die Produktkategorie der Renditeoptimierungsprodukte lässt sich in folgende Produkttypen unterteilen: Discount-Zertifikate, Barrier-Discount-Zertifikate, Reverse Convertibles, Barrier Reverse Convertibles, Capped-Outperformance-Zertifikate, Express-Zertifikate und Capped-Bonus Zertifikate⁴⁰. Zu den am stärksten nachgefragten Renditeoptimierungsprodukten gehören Barrier Reverse Convertibles auf mehrere Basiswerte (MBRCs), welche einen hohen Coupon (und damit einhergehend ein hohes Risiko) und – bis zum Unterschreiten der Barriere – einen bedingten Kapitalschutz aufweisen⁴¹.

2.4 Partizipationsprodukte

Partizipationsprodukte (auch Zertifikate genannt) sind strukturierte Produkte, die dem Anleger die unbeschränkte Partizipation an der Wertentwicklung des Basiswerts ermöglichen⁴². Da sie weder über Beschränkungen der Rendite noch über einen Kapitalschutz verfügen, weisen Partizipationsprodukte ein höheres Rendite/Risiko-Profil als die vorgenannten Kategorien auf⁴³. Das Risiko eines Partizipationsprodukts ist grundsätzlich identisch mit demjenigen des Basiswerts, wobei Modifikationen des Risikoprofils bei spezifischen Produkttypen vorbehalten bleiben⁴⁴. Teilweise wird die Konstruktion eines Partizipationsprodukts durch den Verzicht auf laufende Erträge wie Dividenden finanziert⁴⁵. Folgende Produkttypen sind als Partizipationsprodukte zu qualifizieren: Tracker-Zertifikate, Bonus-Zertifikate, Outper-

formance-Zertifikate, Bonus-Outperformance-Zertifikate, Airbag-Zertifikate und Twin-Win-Zertifikate⁴⁶.

2.5 Hebelprodukte

Hebelprodukte ermöglichen es dem Anleger aufgrund einer Hebelkomponente, mit einem kleinen Kapitaleinsatz überproportional (gehebelt) an der Kursentwicklung ausgewählter Basiswerte zu partizipieren⁴⁷. Der Erwerb eines Hebelprodukts kommt einer Wette betreffend die zukünftige Entwicklung des Basiswerts gleich, wobei der Wetteinsatz dem für das Produkt bezahlten Kaufpreis entspricht⁴⁸. Die für Hebelprodukte charakteristische überproportionale Partizipation geht mit einem besonders hohen Risiko einher und kann dementsprechend bei fallenden Kursen zu einem Totalverlust führen⁴⁹. Die Kategorie der Hebelprodukte umfasst folgende Produkttypen: Warrants, Spread-Warrants, Knock-out Warrants und Mini-Futures⁵⁰.

In der juristischen Literatur wurde in der Vergangenheit die Qualifikation von einfachen Warrants als strukturierte Produkte aus streng dogmatischer Sicht verneint, weil deren Payoff-Diagramm demjenigen einer Option entspricht (und es mithin am Merkmal einer Kombination mit einem weiteren Element fehlt)⁵¹. Da unter dem E-FIDLEG sowohl für strukturierte Produkte als auch für Optionen (d.h. Warrants), welche Privatkunden angeboten werden sollen, ein BIB publiziert werden muss, werden diese theoretischen Abgrenzungsschwierigkeiten jedoch voraussichtlich an Bedeutung verlieren⁵².

2.6 Referenzschuldnerprodukte

Strukturierte Produkte mit Referenzschuldner sind eine relativ neue Kategorie in der SVSP-Swiss Derivative Map⁵³. Es handelt sich dabei um Produkte, deren Rückzahlung sowohl von der Zahlungsfähigkeit des Emittenten (wobei dieses Emittentenrisiko bei COSI- oder TCM-Produkten⁵⁴ reduziert wird) als auch von derje-

³⁶ MEIER/SANDMEIER (FN 4), 192; JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 307.

³⁷ SBVg-Risikobroschüre (FN 4), 16.

³⁸ SBVg-Risikobroschüre (FN 4), 16.

³⁹ RIEGER (FN 25), 177.

⁴⁰ SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

⁴¹ MEIER/SANDMEIER (FN 4), 192.

⁴² MEIER/SANDMEIER (FN 4), 245; JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 307.

⁴³ JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 307; RIEGER (FN 25), 177.

⁴⁴ SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

⁴⁵ MEIER/SANDMEIER (FN 4), 245.

⁴⁶ SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

⁴⁷ Vgl. MEIER/SANDMEIER (FN 4), 316 ff.; RIEGER (FN 25), 217.

⁴⁸ MEIER/SANDMEIER (FN 4), 316.

⁴⁹ RIEGER (FN 25), 217.

⁵⁰ SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

⁵¹ MARKUS AFFENTRANGER/MATTHIAS COURVOISIER/ALEXANDER FISCHER et al., *Recht der kollektiven Kapitalanlagen*, Bern 2007, 40; FRANCA CONTRATTO, *Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte nach Art. 5 KAG – Pandorabüchse oder wirksame Anlegerschutzmassnahme?*, GesKR 2006, 195; MAURENBRECHER/WALLER (FN 4), 62; MEIER/SANDMEIER (FN 4), 316.

⁵² Art. 60 Abs. 1 i.V.m. Art. 3 lit. b Ziff. 5 E-FIDLEG und Art. 2 lit. c FINFRAG.

⁵³ MICHAEL FERBER, *Strukturierte Produkte mit Referenzschuldner – Riskante Schuldner bei neuer «Struki»-Kategorie*, NZZ-Online, 27.3.2014, abrufbar unter: <<http://www.nzz.ch/finanzen/strukturierte-produkte/riskante-schuldner-bei-neuer-struki-kategorie-1.18270630>> (besucht am 25.12.2015), 1; vgl. SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

⁵⁴ Vgl. Ziff. II.3.4d.

nigen eines oder mehrerer Referenzschuldner abhängt⁵⁵. Bei den relativ hohen Coupons dieser Produkte besteht das Risiko, dass Anleger die Bonität des bzw. der Referenzschuldner unterschätzen⁵⁶.

Die Produktkategorie der Referenzschuldnerprodukte beinhaltet folgende Produkttypen: Referenzschuldner-Zertifikat mit bedingtem Kapitalschutz, Referenzschuldner-Zertifikat mit Renditeoptimierung und Referenzschuldner-Zertifikat mit Partizipation⁵⁷. Betreffend die Ausgestaltungsformen mit den Elementen des Kapitalschutzes, der Renditeoptimierung sowie der Partizipation kann auf die Ausführungen zu den entsprechenden Produktkategorien verwiesen werden⁵⁸.

3. Ausgewählte Abgrenzungsfragen

3.1 Grundsatz

Strukturierte Produkte gelten nicht als kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG⁵⁹ und sind demselben somit nicht unterstellt⁶⁰. Anders als bei kollektiven Kapitalanlagen haftet der Emittent bei strukturierten Produkten nämlich gegenüber den Anlegern mit seinem eigenen Vermögen (und es steht kein besonders geschütztes Fondsvermögen als separates Haftungssubstrat zur Verfügung)⁶¹. In der Vergangenheit kam es in diesem Zusammenhang zu schwierigen Abgrenzungsfragen⁶². Diese sind mittels der im Folgenden dargestellten Abgrenzungskriterien zu lösen.

3.2 Kriterien

Nach der *b.L.* müssen bei schweizerischen strukturierten Produkten zur Abgrenzung folgende, in Art. 7 Abs. 1 KAG aufgeführte Tatbestandsmerkmale einer kollektiven Kapitalanlage geprüft werden: Vermögen, Kapitalanlage, Gemeinschaftlichkeit der Anlage, Fremdverwaltung und gleichmässige Befriedigung der Anlagebedürfnisse⁶³. Zusätzliche Kriterien wie «open-end», «Rückgabe zum Nettoinventarwert» oder «feste Laufzeit» wurden im Rahmen des KAG-Gesetzgebungs-

prozesses verworfen und sind deshalb nicht massgeblich⁶⁴. Demgegenüber sind bei ausländischen kollektiven Kapitalanlagen die Tatbestandsmerkmale von Art. 119 Abs. 1 und 2 KAG massgebend, welche sich stark an Art. 7 Abs. 1 KAG anlehnen⁶⁵.

Bei strukturierten Produkten fehlt es insbesondere an den Tatbestandsmerkmalen des Vermögens, der Kapitalanlage sowie der Gemeinschaftlichkeit, da (bzw. wenn) die Emissionsgelder der Anleger in der Bilanz des Emittenten auf der Passivseite unter den Kundenverpflichtungen und die allfälligen vom Emittenten zur Absicherung getätigten Anlagen auf der Aktivseite verbucht werden (und die strukturierten Produkte mithin keine Anteile oder Aktien am Vermögen einer kollektiven Kapitalanlage, sondern Forderungen gegen den Emittenten und damit Fremdkapital darstellen)⁶⁶.

3.3 Praxis

Nach der neueren *Praxis der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA* («FINMA») ist zur Abgrenzung auf die formell-rechtliche Erfüllung der Begriffsmerkmale der kollektiven Kapitalanlagen nach Art. 7 Abs. 1 KAG bzw. Art. 119 Abs. 1 und 2 KAG (und nicht mehr wie nach der alten FINMA-Praxis auf eine wirtschaftlich Betrachtungsweise) abzustellen⁶⁷. Der Emittent muss sich vor der Lancierung des Produkts entscheiden, ob er das Produkt rechtlich in der Form eines strukturierten Produkts oder einer kollektiven Kapitalanlage ausgestaltet und diesen Entscheid den Anlegern mittels eines standardisierten Disclaimers kommunizieren (*Etikettierungspflicht*)⁶⁸.

Ein Einschreiten der FINMA bleibt bei einem Missbrauch der Rechtsform sowie bei einer Verletzung der Transparenzvorschriften vorbehalten⁶⁹. Dies wäre z.B. der Fall, wenn ein strukturiertes Produkt als «Anlagefonds» oder «kollektive Kapitalanlage» bezeichnet wird, bei sonstigen Täuschungen (z.B. der unrichtigen Angabe, ein strukturiertes Produkt sei von der Aufsichtsbehörde genehmigt oder überwacht) oder bei einer ungenügenden Etikettierung des strukturierten Produkts⁷⁰.

⁵⁵ SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1; MEIER/SANDMEIER (FN 4), 296; FERBER (FN 53), 1.

⁵⁶ FERBER (FN 53), 2.

⁵⁷ SVSP-Swiss Derivative Map (FN 21), 1.

⁵⁸ Vgl. Ziff. II.2.2 bis Ziff. II.2.4.

⁵⁹ Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23.6.2006, SR 951.31.

⁶⁰ Art. 5 Abs. 5 KAG; SBVg-Risikobroschüre (FN 4), 15.

⁶¹ SBVg-Risikobroschüre (FN 4), 15; EGGEN (FN 6), 382; JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 309; MEIER/SANDMEIER (FN 4), 24.

⁶² M.w.H. VAN DER MEER (FN 4), 3 f.; HUTTERLI (FN 4), 85 ff.

⁶³ BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 15 ff.; JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 30 ff.; MAURENBRECHER/WALLER (FN 4), 62 f.; SIMON SCHÄREN, Unterstellungsfragen im Rahmen der Genehmigungs- und Bewilligungspflicht gemäss Kollektivanlagengesetz – unter rechtsvergleichender Berücksichtigung des Rechts der EG, Luxemburgs und Lichtensteins, Diss. Bern 2011, 182 ff. (=SSFM 99).

⁶⁴ BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 15.

⁶⁵ SCHÄREN (FN 63), 206 ff.

⁶⁶ BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 16 ff.; EGGEN (FN 6), 382; MEYER (FN 4), 13.

⁶⁷ FINMA-Jahresbericht 2009 («FINMA-JB 2009»), 65; FINMA, Häufig gestellte Fragen (FAQ) Strukturierte Produkte vom 10.9.2014 («FINMA-FAQ Strukturierte Produkte»), 1; JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 309 ff.; zur überholten EBK-Praxis vgl. CONTRATTO (FN 51), 193 sowie das Positionspapier der Eidgenössischen Bankenkommision EBK («EBK») Geltungsbereich des AFG – strukturierte Produkte und andere Finanzvehikel vom 27.4.2005 und die EBK-Mitteilung betreffend Geltungsbereich des AFG – strukturierte Produkte und andere Finanzvehikel vom 21.7.2006, 1.

⁶⁸ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 1.

⁶⁹ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 1.

⁷⁰ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 1.

3.4 Spezialfälle

a. Special Purpose Vehicles

Neben den strukturierten Produkten selbst müssen auch die Special Purpose Vehicles (SPVs), welche strukturierte Produkte emittieren, von kollektiven Kapitalanlagen abgegrenzt werden⁷¹. Diese Abgrenzung erfolgt grundsätzlich ebenfalls aufgrund einer formell-rechtlichen Prüfung der in Art. 7 KAG (bei SPVs mit Sitz in der Schweiz) bzw. Art. 119 Abs. 1 und 2 KAG (bei SPVs mit Sitz im Ausland) genannten Merkmale von kollektiven Kapitalanlagen⁷².

Unbeachtlich ist, ob das SPV nur ein einziges (Single-Issuance) oder mehrere Produkte (Multi-Issuance) emittiert⁷³. Ebenfalls unerheblich ist, ob diese Produkte gesetzlich voneinander isoliert sind (z.B. im Rahmen von «Cells» einer «Protected Cell Company»), solange die Tatbestandsmerkmale einer kollektiven Kapitalanlage nicht erfüllt sind⁷⁴.

Falls ein ausländisches SPV gemäss dem Recht in seinem Heimatland oder nach der Praxis der zuständigen ausländischen Aufsichtsbehörde als kollektive Kapitalanlage qualifiziert, gilt das SPV in der Schweiz in jedem Fall als eine ausländische kollektive Kapitalanlage, welche den Bewilligungspflichten bzw. Vertriebsregeln für kollektive Kapitalanlagen nach Art. 120 ff. KAG unterstellt ist (*Home Country Rule*)⁷⁵.

Sofern ein SPV (bzw. ein von diesem emittiertes strukturiertes Produkt) im Ausland nicht als kollektive Kapitalanlage eingestuft wird, kann das fragliche strukturierte Produkt in der Schweiz ohne Genehmigung vertrieben oder kotiert werden, wenn das SPV und das von diesem emittierte strukturierte Produkt in der Schweiz nach formell-rechtlichen Kriterien keine kollektive Kapitalanlage darstellen und das strukturierte Produkt durch eine Bank, ein Wertpapierhaus oder eine Versicherung mit Sitz in der Schweiz (oder ein ausländisches Institut mit einer gleichwertigen prudenziellen Aufsicht) angeboten wird⁷⁶.

b. Fund-linked Notes

Nach Praxis der FINMA qualifiziert der Vertrieb von strukturierten Produkten, welche eine oder mehrere kollektive Kapitalanlagen als Basiswert(e) verwenden (sog. *Fund-linked Notes*), als regulierter indirekter Ver-

trieb dieser kollektiven Kapitalanlage(n), wenn der Wert des strukturierten Produkts zu mehr als einem Drittel (33,3 %) von einer kollektiven Kapitalanlage abhängt (*Drittelsregel*)⁷⁷. Hängt der Wert eines strukturierten Produkts hingegen zu weniger als einem Drittel von einer kollektiven Kapitalanlage ab, so liegt in diesem Fall kein (regulierter) indirekter Vertrieb vor⁷⁸.

Der *indirekte Vertrieb* einer kollektiven Kapitalanlage ist nur zulässig, wenn die kollektive Kapitalanlage selbst den entsprechenden Anlegern angeboten werden darf und die für dieselbe anwendbaren übrigen gesetzlichen Anforderungen an den Vertrieb (z.B. eine Produktgenehmigung der FINMA sowie – bei ausländischen kollektiven Kapitalanlagen – einem Vertreter und einer Zahlstelle in der Schweiz) erfüllt werden⁷⁹.

In *zeitlicher Hinsicht* bezieht sich der Schwellenwert von 33,3 % bei passiven (statischen und nicht-statischen) Produkten auf den Emissionszeitpunkt⁸⁰. Nachträgliche Anpassungen, welche zu einer Überschreitung des Schwellenwerts führen, sind unbeachtlich, solange diese im Voraus definierten Regeln folgen⁸¹. Bei aktiv-verwalteten Produkten muss der Schwellenwert im Zeitpunkt eingehalten werden, in dem «Anlageentscheide» getroffen werden (dürfen)⁸².

Bei *MBRCs mit drei kollektiven Kapitalanlagen als Basiswerte* ist die Anwendung der Drittelsregel umstritten⁸³:

- Einerseits wird argumentiert, dass der Wert des strukturierten Produkts bei der Emission zu je 100 % von jedem Basiswert des MBRCs abhängt⁸⁴. Für die Rückzahlung sei zwar nur der Basiswert mit der schlechtesten Performance im Falle der Durchbrechung einer Barriere im Zeitpunkt der Emission massgebend, doch könne dies jeder der drei Basiswerte sein⁸⁵.
- Andererseits wird auf die Anzahl der Basiswerte des Produkts abgestellt, wobei bei drei Basiswerten intuitiv für jeden Basiswert 33,3 % angenommen werden⁸⁶. An dieser Auffassung wird wiederum kritisiert, dass das Risiko der Durchbrechung einer Bar-

⁷¹ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

⁷² FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2; FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen vom 6.10.2010 («FINMA-Vertriebsbericht 2010»), 29.

⁷³ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

⁷⁴ Vgl. Ziff. II.3.2 und Ziff. II.3.3; FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2; FINMA-Vertriebsbericht 2010 (FN 72), 29.

⁷⁵ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

⁷⁶ Art. 73 Abs. 1 lit. a–d E-FIDLEG; FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

⁷⁷ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2; vgl. STEFAN SIMON, Indirekter Fondsvertrieb – Alles ausgedrittelt?, DP Pay-off Magazine 4/2011, 8; OLIVIER STAHLER/PATRICK SCHLEIFFER, Distribution of Fund-linked Notes in Switzerland, in: Euromoney (Hrsg.), The Euromoney International Debt Capital Markets Handbook 2007, 189 ff.

⁷⁸ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2; vgl. SIMON (FN 77), 8.

⁷⁹ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 3; VAN DER MEER (FN 4), 22 f.

⁸⁰ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

⁸¹ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

⁸² FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

⁸³ SIMON (FN 77), 8 f.

⁸⁴ SIMON (FN 77), 8 f.

⁸⁵ SIMON (FN 77), 8 f.

⁸⁶ SIMON (FN 77), 8 f.

riere aufgrund verschiedener impliziter Volatilitäten nicht bei allen Basiswerten gleich hoch ist⁸⁷.

Erstere Auffassung ist m.E. abzulehnen, da diese zu einem Total von 300 % führen würde, was mathematisch betrachtet nicht überzeugend ist⁸⁸. Trotz der genannten finanzwissenschaftlichen Bedenken erscheint der zweite Ansatz aus rechtlicher Sicht als pragmatische und praxistaugliche Lösung. Letztlich bleibt die Anwendung der Drittelsregel aber bei gewissen strukturierten Produkten mit *Unsicherheiten* behaftet und muss jeweils im Einzelfall beurteilt werden.⁸⁹

Fund-linked Notes dürfen nicht mit aktiv-verwalteten Zertifikaten verwechselt werden, welche nicht eine oder mehrere kollektive Kapitalanlagen, sondern einen aktiv-verwalteten Index bzw. eine entsprechende Strategie als Basiswert verwenden (vgl. dazu Ziff. II.3.4c)⁹⁰.

c. Actively Managed Certificates

Während strukturierte Produkte ursprünglich rein «passive» Finanzprodukte waren, wurden in der Praxis mit der Zeit auch «aktive» Produkte entwickelt, namentlich sog. *Actively Managed Certificates (AMCs)*⁹¹. Dabei handelt es sich um strukturierte Produkte mit einem aktiv-verwalteten Index⁹² oder einer aktiv-verwalteten Strategie als Basiswert⁹³. Der Index bzw. die Strategie setzen sich rechnerisch aus verschiedenen synthetischen Komponenten zusammen⁹⁴. Diese Komponenten werden während der Laufzeit des Produkts regelbasiert oder rein diskretionär⁹⁵ im Rahmen der vordefinierten Indexregeln oder Strategie (sowie deren grundlegenden Richtlinien und Parameter) vom Index- bzw. Strategeanbieter dynamisch ausgewählt und adjustiert⁹⁶. Den Anlegern wird teilweise (bei börsenkotierten open-end AMCs zwingend⁹⁷) ein Rückgabe- oder Kündigungsrecht eingeräumt⁹⁸.

Da der Emissionserlös von AMCs auf der Passivseite der Bilanz des Emittenten als Fremdkapital (und nicht als Anteil an einem Sondervermögen oder Aktie bzw. Eigenkapital) verbucht wird, sind AMCs nach der neueren Lehre und Praxis der FINMA als strukturierte Produkte zu qualifizieren⁹⁹.

Um fondsähnliche strukturierte Produkte in Zukunft dem KAG ganz oder teilweise zu unterstellen, wäre eine vorherige Revision der KKV¹⁰⁰ erforderlich¹⁰¹.

d. COSI/TCM-Besicherungslösungen

Als Reaktion auf das Emittentenrisiko, welches sich beim Konkurs von Lehman Brothers manifestierte, stellt die SIX Swiss Exchange («SIX») heute für strukturierte Produkte Besicherungslösungen zur Verfügung¹⁰².

Für börsenkotierte strukturierte Produkte wurde der *Collateral Secured Instruments (COSI)*-Besicherungsmechanismus konzipiert¹⁰³. Das Gegenparteienrisiko wird durch die Besicherung mit einem Pfand minimiert. Die Besicherung erfolgt gestützt auf den Rahmenvertrag für pfandbesicherte Zertifikate der SIX. Falls bestimmte, im Rahmenvertrag festgelegte Ereignisse eintreten, werden die Sicherheiten verwertet. Aus dem Netto-Erlös werden die Forderungen der Anleger gedeckt.¹⁰⁴

Für nicht-börsenkotierte strukturierte Produkte steht der *Triparty Collateral Management (TCM)*-Besicherungsmechanismus zur Verfügung¹⁰⁵. Im Gegensatz zu COSI ist die TCM-Lösung auch für die Verwaltung von Exposures einzelner Produkte geeignet, da die Besicherung durch Pfandwerte erfolgen kann, welche den Basiswerten des Produkts entsprechen¹⁰⁶.

Beide Besicherungslösungen stellen nach h.L. und Praxis der FINMA zulässige Eigenschaften von strukturierten Produkten dar, weil die Pfandgegenstände nicht als «Vermögen» i.S.v. Art. 7 Abs. 1 bzw. Art. 119 Abs. 1 und 2 KAG zu qualifizieren sind¹⁰⁷.

⁸⁷ SIMON (FN 77), 8 f.

⁸⁸ Vgl. SIMON (FN 77), 8 f.

⁸⁹ Vgl. SIMON (FN 77), 8 f.

⁹⁰ BIANCHI (FN 11), 23.

⁹¹ BIANCHI (FN 11), 23 ff.

⁹² Ein Indexprodukt gilt insbesondere dann als AMC, wenn der Index ganz oder teilweise diskretionär verwaltet wird oder nicht frei lizenzierbar ist (sog. «tailor-made» Index) (vgl. Art. 11 Abs. 3 SIX-Richtlinie betreffend Forderungsrechte mit besonderer Struktur; «RLFS»).

⁹³ BIANCHI (FN 11), 23; STAUB/MÜLLER (FN 32), 74.

⁹⁴ BIANCHI (FN 11), 23; STAUB/MÜLLER (FN 32), 74.

⁹⁵ Aus zivilrechtlicher Sicht ist dabei die Einhaltung der Strategie und der entsprechenden Richtlinien des spezifischen Produkts sowie die Gewährleistung einer genügenden *Bestimmtheit* (durch Angabe aller Komponenten zum Zeitpunkt der Emission in den Final Terms) bzw. *Bestimmbarkeit* (durch eine andauernde, transparente, zuverlässige und nachweisbare Berechnung) des rechnerischen Werts des Index bzw. der Strategie sicherzustellen.

⁹⁶ BIANCHI (FN 11), 23; STAUB/MÜLLER (FN 32), 74.

⁹⁷ Vgl. Art. 3 Abs. 2 RLFS.

⁹⁸ STAUB/MÜLLER (FN 32), 74.

⁹⁹ BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 18; JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 311; BIANCHI (FN 11), 23; MAURENBRECHER/WALLER (FN 4), 63; a.M. HUTTERLI (FN 4), 76.

¹⁰⁰ Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV) vom 22.11.2006, SR 951.311.

¹⁰¹ Art. 6 Abs. 1 KAG; STAUB/MÜLLER (FN 32), 74.

¹⁰² JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 308; OTTER (FN 23), 35 f.; PASCAL SPRENGER, Droit des marchés financiers / COSI – Certificats garantis par nantissement, in: Lengnauer/Rezzonico (Hrsg.), Perspectives et risques de nouveautés juridiques 2009/2010, Zürich 2010, 76 f.

¹⁰³ Vgl. SIX, COSI® – Pfandbesicherte Zertifikate, abrufbar unter: <http://www.six-swiss-exchange.com/download/admission/cosi/investor_info_de.pdf> (besucht am 25.12.2015), 3.

¹⁰⁴ SIX (FN 103), 1.

¹⁰⁵ Vgl. SIX (FN 103), 1.

¹⁰⁶ SIX (FN 103), 1.

¹⁰⁷ JUTZI/SCHÄREN (FN 30), 308; SCHÄREN (FN 63), 184 f.; FINMA-Vertriebsbericht 2010 (FN 72), 29; FINMA-JB 2009 (FN 67), 64 f.

e. Sind Actively Managed Asset-backed Securities zulässig?

Die klassische Verbriefungsstruktur (*Finanzierungsfunktion*) sowie die von Verbriefungs-SPVs ausgegebenen oder besicherten Anleiensobligationen (*Fremdkapital*) sind i.d.R. nicht als kollektive Kapitalanlagen zu qualifizieren¹⁰⁸. Während diesbezüglich die Rechtsicherheit aufgrund der erwähnten neueren Praxis der FINMA grösser geworden ist, können sich bei Finanzprodukten der nächsten Generation sehr schwierige Abgrenzungsfragen stellen. Namentlich ist im Ausland die Tendenz zu beobachten, Verbriefungstransaktionen mit dem Element einer aktiven Verwaltung zu kombinieren¹⁰⁹. Derartige Finanzprodukte werden im vorliegenden Beitrag als Actively Managed Asset-backed Securities (AMABS) bezeichnet. Diese können in der Praxis in sehr vielfältigen Strukturierungsvarianten angedacht werden, wobei aus schweizerischer regulatorischer Sicht insbesondere die im folgenden Absatz dargelegten Aspekte vordergründig sind.

Bei AMABS muss m.E. in analoger Anwendung der Praxis der FINMA zu strukturierten Produkten (inkl. Etikettierungspflicht) im Einzelfall geprüft werden, ob die Tatbestandsmerkmale von Art. 7 Abs. 1 bzw. Art. 119 Abs. 1 und 2 KAG auf Stufe des emittierenden SPVs oder auf Stufe der Bonds bzw. der Notes erfüllt sind¹¹⁰. Nur wenn diese Tatbestandselemente nicht gegeben sind, kann ein derartiges Produkt aus kollektivanlagenrechtlicher Sicht als zulässig erachtet werden, ohne dass die für den Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen an qualifizierte¹¹¹ Anleger geltenden Regeln des KAG einzuhalten sind¹¹².

4. Schnittstellen zu den Finanzwissenschaften

Die *Erwartungsnutzentheorie* geht davon aus, dass Anleger in mit Unsicherheit behafteten Situationen ihren

erwarteten Nutzen anhand ihrer individuellen Nutzenfunktion maximieren¹¹³. Grundannahme dieser Theorie ist, dass der Anleger vollkommen rational handelt und seinen Nutzen basierend auf einer Nutzenfunktion bestimmt¹¹⁴. Dabei entspricht der erwartete Nutzen eines Anlegers U dem Nutzen der einzelnen Ereignisse einer Entscheidung $u(x_1)$ bis $u(x_n)$, je multipliziert mit deren Eintrittswahrscheinlichkeit p_1 bis p_n ¹¹⁵. Vor diesem Hintergrund wird vertreten, dass strukturierte Produkte nur als eine Kombination anderer Finanzinstrumente zu sehen seien und daher für einen Anleger keinen Zusatznutzen haben¹¹⁶.

Die *moderne Portfoliotheorie* impliziert, dass das Risiko eines Portfolios nicht nur vom Risiko der einzelnen darin enthaltenen Wertpapiere bestimmt wird, sondern auch von der Korrelation der Renditen der einzelnen Wertpapiere untereinander abhängt¹¹⁷. Daher strebt ein rationaler Anleger stets danach, sein Risiko zu reduzieren, indem er risikofreie Anlagen mit riskanten Anlagen kombiniert und die ideale Anzahl Wertpapiere in sein Portfolio aufnimmt (Grundsatz der Diversifikation)¹¹⁸. Der Einsatz von strukturierten Produkten kann demnach im Rahmen der strategischen sowie der taktischen Asset Allocation zur Steigerung der Diversifikation, zur Nachbildung eines spezifischen Rendite/Risiko-Profiles und zur besseren Berücksichtigung von Kurserwartungen sinnvoll sein¹¹⁹.

Für die Preisbildung beim Handel mit strukturierten Produkten ist in erster Linie die theoretische *Bewertung* des Produkts (bzw. dessen Bausteine) massgebend¹²⁰. Mit Bezug auf die typischen Basiswerte Aktien, Bonds, Indizes bzw. die derivativen Komponenten Optionen, Futures, Forwards und Swaps wird i.d.R. auf die Marktpreise (u.U. auch auf die einschlägigen finanzwissenschaftlichen Bewertungs- oder Berechnungsmethoden) abgestellt¹²¹. Bei einem Warrant wird der theoretische Wert (Fair Value) beispielsweise mittels folgender Faktoren berechnet: aktueller Basiswertkurs, implizite Volatilität, erwartete Dividenden, Zinskurve, Korrelation (bei Multi-Asset-Produkten) und Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten¹²². Neben der praktischen Preisbildung und der theoretischen Bewertung der Komponenten so-

¹⁰⁸ JOHANNES BÜRGI/ELISABETH MOSKRIC, Asset-Backed Securitisation in der Schweiz, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), EIZ-Kapitalmarkttransaktionen VIII, Zürich 2014, 188.

¹⁰⁹ Vgl. CLAUDE KREMER/ISABELLE LEBBE, Collective Investment Schemes in Luxemburg, 2.A., New York 2014, 712 f.

¹¹⁰ Im Schweizer Recht wäre es wünschenswert, wenn Verbriefungsgesellschaften *de lege ferenda* – wie in manchen ausländischen Rechtsordnungen – eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage erhalten würden, um im Zusammenhang mit Abgrenzungsfragen im Verhältnis von Verbriefungstransaktionen zu kollektiven Kapitalanlagen eine grössere Rechtssicherheit zu gewährleisten.

¹¹¹ Eine Genehmigung der FINMA für den Vertrieb an nicht-qualifizierte Anleger ist für AMABS aufgrund der fehlenden Gleichwertigkeit mit dem Schweizer Kollektivanlagenrecht i.d.R. nicht möglich. Beim Vertrieb an qualifizierte Anleger ist es angebracht, entsprechende *Selling Restrictions* in den Prospekt einzufügen.

¹¹² SANDRO ABEGLLEN/CHRISTOPH BALSIGER/LUCA BIANCHI et al., Debt capital markets in Switzerland: regulatory overview, in: Thomson/Reuters (Hrsg.), Practical Law Global Guide 16/2015 – Capital Markets, 1.

¹¹³ BENJAMIN WILDING, Strukturierte Produkte in der Schweiz aus Sicht des Privatanlegers – Empirische und ökonomische Analyse des Anlegerverhaltens, Diss. Zürich 2010, 78.

¹¹⁴ WILDING (FN 113), 78.

¹¹⁵ WILDING (FN 113), 78.

¹¹⁶ WILDING (FN 113), 77.

¹¹⁷ WILDING (FN 113), 79.

¹¹⁸ BODIE/KANE/MARCUS (FN 14), 167 ff.; WILDING (FN 113), 79.

¹¹⁹ Vgl. STEFFEN TOLLE/BORIS HUTTER/PATRIK RÜTHEMANN, Strukturierte Produkte in der Vermögensverwaltung, 2. A., Zürich 2006, 171 ff.; vgl. DANIEL WENG, Analyse strukturierter Finanzprodukte als Instrument der Kapitalanlage, Norderstedt 2006, 6.

¹²⁰ MEIER/SANDMEIER (FN 4), 90 ff.

¹²¹ Vgl. MEIER/SANDMEIER (FN 4), 90 ff.

¹²² Vgl. MEIER/SANDMEIER (FN 4), 92.

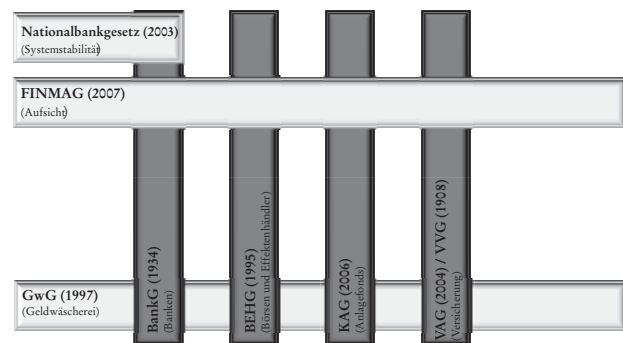
wie der spezifischen Bewertungsformel eines Produkts können die aktuelle Marktsituation (d.h. Angebot und Nachfrage) und die Liquidität des Produkts sowie dessen Basiswerte für den Preis massgebend sein¹²³.

Im Gegensatz zu den vorangehenden Theorien geht die *Behavioural Finance* davon aus, dass Anleger ihren Nutzen nicht immer strikt rational maximieren, sondern Fehlentscheidungen treffen und die für die Bewertung des strukturierten Produkts relevanten Wahrscheinlichkeiten systematisch falsch einschätzen¹²⁴. Dies äussert sich z.B. darin, dass Anleger die relative Wahrscheinlichkeit, dass bei Barrier Reverse Convertibles während der Laufzeit die Barriere durchbrochen wird, unterschätzen¹²⁵. Auch der Effekt von Korrelationen auf diese Wahrscheinlichkeit im Zusammenhang mit MBRCs wird von Anlegern regelmässig verkannt¹²⁶. Zudem lassen sich Kunden potentiell mittels der Darstellung von Renditen und Risiken in Verkaufsbroschüren und Werbematerial beeinflussen¹²⁷. Aus diesen Gründen wurde von Vertretern der Behavioural Finance eine bessere Risikoaufklärung und Produktdokumentation gefordert, welche, wie zu zeigen sein wird, zum Teil bereits in die im Folgenden darzustellende neue schweizerische Finanzmarktarchitektur Eingang gefunden hat¹²⁸.

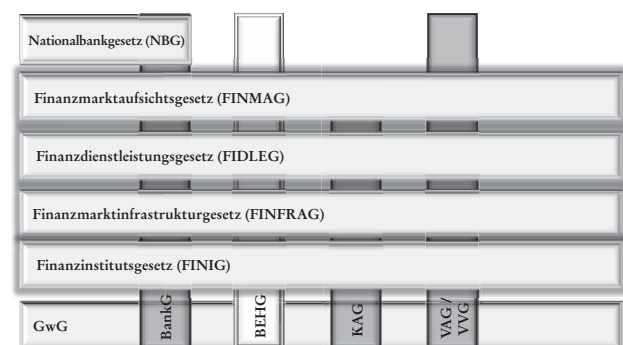
III. Die neue schweizerische Finanzmarktarchitektur

1. Übersicht

Die bisherige Finanzmarktarchitektur ist parallel zu den Banken-, Börsen-, Versicherungs- und Fondsindustrien gewachsen und besteht dementsprechend, wie aus folgender Darstellung ersichtlich, aus sektorspezifischen Regelwerken (*Pillar-Modell*)¹²⁹.



Demgegenüber soll die neue schweizerische Finanzmarktarchitektur entsprechend folgender Grafik sektorübergreifende und gleichartige Rahmenbedingungen (ein sog. *Level Playing Field*) für alle Anbieter von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten gewährleisten (*Pillar & Beam-Modell*)¹³⁰.



Aus den beiden vorstehenden Grafiken ist ersichtlich, dass die neue Regulierung einen Paradigmenwechsel von der alten, sektororientierten zur neuen, sektorübergreifenden Finanzmarktregulierung bewirkt¹³¹. Dadurch sollen nach dem Grundsatz «*same business, same rules*» gleich lange Spiesse für alle Marktteilnehmer geschaffen werden¹³².

Die Schwerpunkte der neuen regulatorischen Rahmenbedingungen liegen auf der Aufsicht über die Finanzintermediäre (welche vorliegend nicht näher betrachtet wird), dem Vertrieb von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten (geregelt im zukünftigen FIDLEG), den Bewilligungsanforderungen an Finanzinstitute (geregelt im zukünftigen FINIG) sowie der Funktionsfähigkeit des Markts und dessen Infrastruktur (geregelt im bereits in Kraft getretenen FINFRAG)¹³³.

¹²³ MEIER/SANDMEIER (FN 4), 95 f.

¹²⁴ MARTIN BRENNCKE, Ausnutzung von Heuristiken und Biases durch Werbematerial von Effektenhändlern, in: Sethe/Hens/von der Croone (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich 2013, 269; RIEGER (FN 25), 271; DAVID NICOLAUS, Der Markterfolg strukturierter Anlageprodukte in Deutschland. Erklärungsansätze aus Sicht der Behavioral Finance, Norderstedt 2007, 51.

¹²⁵ RIEGER (FN 25), 271.

¹²⁶ RIEGER (FN 25), 271.

¹²⁷ PHILIP BLONSKI, Das Nachfrageverhalten privater Anleger nach strukturierten Finanzprodukten, Diss. Hagen 2015, 102 (=NBS 36); vgl. BRENNCKE (FN 124), 264 ff.

¹²⁸ BRENNCKE (FN 124), 288 f.; THORSTEN HENS, «Wir brauchen eine bessere Risikoaufklärung», FuW-Online, 30.1.2015, abrufbar unter: <<http://www.fuw.ch/article/thorsten-hens-wir-brauchen-eine-bessere-risikoaufklaerung/>> (besucht am 25.12.2015), 1.

¹²⁹ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 13 ff.

¹³⁰ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 16 ff.

¹³¹ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 16.

¹³² HARALD BÄRTSCHI, Finanzmarktregulierung im Fluss – Zum neuen Finanzinstituts- und Finanzdienstleistungsgesetz, SZW 2014, 465.

¹³³ Medienmitteilung des Bundesrats vom 25.11.2015, abrufbar unter: <https://www.efd.admin.ch/efd/de/home/dokumentation/nsb-news_list.msg-id-59647.html> (besucht am 25.12.2015), 1; vgl. ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 17.

2. Rechtsgrundlagen

2.1 Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG)

a. Einleitung

Das E-FIDLEG bezweckt den Schutz der Kunden von Finanzdienstleistern sowie die Schaffung vergleichbarer regulatorischer Rahmenbedingungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen¹³⁴. Zu diesem Zwecke regelt das E-FIDLEG die Anforderungen für die getreue, sorgfältige und transparente Erbringung von Finanzdienstleistungen sowie das Anbieten von Finanzinstrumenten¹³⁵. Das E-FIDLEG findet dabei sowohl auf Finanzdienstleister (und deren Kundenberater) als auch auf Produzenten und Vertriebsträger von Finanzinstrumenten – und somit auch von strukturierten Produkten – Anwendung¹³⁶.

Finanzdienstleistungen umfassen den Erwerb oder die Veräusserung von Finanzinstrumenten, die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, welche Finanzinstrumente zum Gegenstand haben, die Vermögensverwaltung, die Anlageberatung und die Gewährung von Krediten für die Durchführung von Geschäften mit Finanzinstrumenten¹³⁷.

Als *Finanzinstrumente* gelten Beteiligungspapiere, Forderungspapiere, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen, strukturierte Produkte, Derivate, rückkaufsfähige Lebensversicherungen und Einlagen, deren Rückzahlungswert oder Zins risiko- oder kursabhängig ist¹³⁸.

b. Kernpunkte

ba. Kundensegmentierung

Das E-FIDLEG sieht eine Kundensegmentierung vor, welche zwischen *Privatkunden* (nicht-qualifizierte Anleger im Sinn des KAG) und *professionellen Kunden* (qualifizierte Anleger gemäss KAG) unterscheidet¹³⁹.

Beaufsichtigte Finanzintermediäre, Versicherungen, ausländische Finanzintermediäre und Versicherungen, die einer der schweizerischen Aufsicht gleichwertigen Aufsicht unterstehen, Zentralbanken sowie öffentlich-rechtliche Körperschaften, Vorsorgeeinrichtungen und Unternehmen mit professioneller Tresorerie gelten dabei als *professionelle Kunden*¹⁴⁰. Eine Unterkategorie der professionellen Kunden sind die *institutionellen Kunden*, welche nur die in- und ausländischen Finanzinstitute und Versicherungen sowie (supra-)nationale öffentlich-

rechtliche Körperschaften mit professioneller Tresorerie umfassen¹⁴¹.

Demgegenüber handelt es sich bei *Privatkunden* um alle Kunden, welche nicht als professionelle Kunden gelten¹⁴². Vermögende Privatkunden können erklären, dass sie das höhere Schutzniveau des Privatkundenstatus nicht beanspruchen möchten (*Opting-out*)¹⁴³. Umgekehrt können professionelle und institutionelle Kunden festlegen, dass sie von eben diesem höheren Schutzniveau profitieren möchten (*Opting-in*)¹⁴⁴. Institutionelle Kunden können wahlweise den Status eines professionellen Kunden erlangen¹⁴⁵.

Im Ergebnis sind bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen an institutionelle Kunden gewisse Verhaltensregeln nicht anwendbar¹⁴⁶. Insbesondere muss bei institutionellen Kunden keine Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung durchgeführt werden¹⁴⁷. Gegenüber professionellen Kunden bestehen ebenfalls gewisse Erleichterungen¹⁴⁸. Ferner ist die Kundensegmentierung auch für die Ausgestaltung der Produktdokumentation von Bedeutung (z.B. mit Bezug auf Ausnahmen von der Prospektspflicht und auf den Anwendungsbereich des BIB)¹⁴⁹.

bb. Verhaltensregeln

Das E-FIDLEG sieht für Finanzdienstleister eine Reihe von Verhaltensregeln vor, welche diese bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen befolgen müssen¹⁵⁰. Namentlich müssen Finanzdienstleister im Rahmen der Informationspflichten ihre Kunden über ihren Namen und ihre Adresse, ihren Aufsichtsstatus und ihr Tätigkeitsfeld, die angebotene Finanzdienstleistung, ihre im Zusammenhang mit der angebotenen Finanzdienstleistung bestehenden wirtschaftlichen Bindungen an Dritte, die angebotenen Finanzinstrumente, die Art und Weise der Verwahrung der Finanzinstrumente, die mit der Finanzdienstleistung, den Finanzinstrumenten und deren Verwahrung verbundenen Risiken, die mit der angebotenen Finanzdienstleistung und dem Erwerb, der Veräusserung und dem Halten der angebotenen Finanzinstrumente verbundenen Risiken und Kosten sowie das bei der Auswahl der Finanzinstrumente berücksichtigte Marktangebot informieren¹⁵¹. Die Informationen müssen verständlich sein und können den Kunden in stan-

¹³⁴ Art. 1 Abs. 1 E-FIDLEG; BIANCHI (FN 1), 18 f.; ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 58.

¹³⁵ Art. 1 Abs. 2 E-FIDLEG.

¹³⁶ Art. 2 lit. a-c E-FIDLEG.

¹³⁷ Art. 3 lit. d Ziff. 1-5 E-FIDLEG.

¹³⁸ Art. 3 lit. b Ziff. 1-8 E-FIDLEG.

¹³⁹ Art. 4 Abs. 1 lit. a-c E-FIDLEG.

¹⁴⁰ Art. 4 Abs. 3 E-FIDLEG.

¹⁴¹ Art. 4 Abs. 4 E-FIDLEG.

¹⁴² Art. 4 Abs. 2 E-FIDLEG.

¹⁴³ Art. 5 Abs. 1 E-FIDLEG.

¹⁴⁴ Art. 5 Abs. 2 E-FIDLEG.

¹⁴⁵ Art. 5 Abs. 3 E-FIDLEG.

¹⁴⁶ PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI, Ein Überblick über das künftige Finanzdienstleistungsgesetz und Finanzinstitutsgesetz, GesKR 2014, 337.

¹⁴⁷ SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 337.

¹⁴⁸ SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 337.

¹⁴⁹ SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 337.

¹⁵⁰ Art. 8 Abs. 1 E-FIDLEG.

¹⁵¹ Art. 9 Abs. 1 und 2 E-FIDLEG.

dardisierter Form abgegeben und elektronisch mitgeteilt werden¹⁵².

Neben dieser Informationspflicht wird die Pflicht zur Vornahme von Eignungs- und Angemessenheitsprüfungen (vgl. dazu Ziff. III.3.4), Dokumentations- und Rechenschaftspflichten sowie Transparenz- und Sorgfaltspflichten auf regulatorischer Ebene stipuliert¹⁵³.

bc. Organisation

Unter dem E-FIDLEG müssen Finanzdienstleister – unabhängig von einem allfälligen Bewilligungsstatus – eine angemessene Betriebsorganisation aufweisen¹⁵⁴. Beim Beizug von Dritten sind die Finanzdienstleister dafür verantwortlich, dass diese über die notwendigen Qualifikationen verfügen sowie sorgfältig instruiert und überwacht werden¹⁵⁵. Für Finanzinstitute, welche einer Bewilligungspflicht unterstehen, decken sich die organisatorischen Anforderungen des E-FIDLEG mit denjenigen des E-FINIG¹⁵⁶. Finanzdienstleister die keiner Bewilligungspflicht unterstehen (wie z.B. reine Anlageberater), müssen zwar die aufgrund des E-FIDLEG erforderlichen internen Prozesse und Abläufe festlegen, doch wird deren Einhaltung nicht von einer Aufsichtsbehörde prudenziell überwacht¹⁵⁷.

bd. Interessenkonflikte

Finanzdienstleister sind verpflichtet, Interessenkonflikte, welche bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen entstehen können, zu vermeiden und Benachteiligungen der Kunden durch Interessenkonflikte auszuschliessen¹⁵⁸. Kann eine derartige Benachteiligung nicht ausgeschlossen werden, so ist dieser Umstand den Kunden offenzulegen¹⁵⁹. Finanzdienstleister müssen insbesondere Massnahmen vorsehen, mit denen sich verhindern lässt, dass Mitarbeiter Informationen, über die sie nur aufgrund ihrer Funktion verfügen, missbräuchlich für Geschäfte auf eigene Rechnung nutzen (z.B. im Rahmen von Insiderhandel)¹⁶⁰. Angemessene und geeignete Überwachungsmassnahmen müssen in einer internen Weisung (z.B. einem *Code of Conduct*) geregelt werden¹⁶¹.

be. Entschädigungen Dritter

Aus regulatorischer Sicht dürfen Finanzdienstleister im Zusammenhang mit der Erbringung von Finanzdienstleistungen Entschädigungen von Dritten nur annehmen, wenn sie (i) die Kunden vorgängig ausdrücklich über die Entschädigung informiert haben oder (ii) die Entschädigung vollumfänglich an die Kunden weitergegeben wird¹⁶².

Als *Entschädigungen* gelten alle Leistungen, die dem Finanzdienstleister im Zusammenhang mit der Erbringung einer Finanzdienstleistung von Dritten zufließen, insbesondere Courtagen, Kommissionen, Provisionen, Vertriebsentschädigungen, Bestandespflegekommissionen, Retrozessionen, Kickbacks, Rabatte, ähnliche Gebühren oder Zahlungen sowie sonstige vermögenswerte Vorteile¹⁶³.

Die *Information der Kunden* muss Art und Umfang der Entschädigung beinhalten und vor der Erbringung der Finanzdienstleistung oder vor Vertragsschluss erfolgen¹⁶⁴. Ist die Höhe des Betrags vorgängig nicht feststellbar, so muss der Finanzdienstleister seine Kunden über die Berechnungsparameter und die Bandbreiten der Entschädigung informieren (z.B. durch die Angabe eines maximalen Prozentsatzes)¹⁶⁵. Diese regulatorische Vorschrift orientiert sich an der zivilrechtlichen Rechtsprechung des Bundesgerichts («BGer») zu Vertriebsentschädigungen und Retrozessionen¹⁶⁶.

bf. Produktdokumentation

Unter dem E-FIDLEG gilt der Grundsatz, dass wer in der Schweiz ein öffentliches Angebot von Effekten zum Kauf oder zur Zeichnung durchführt oder Effekten an einem Handelsplatz kotieren will, vorab einen Prospekt veröffentlichen muss¹⁶⁷. Zudem wird neu eine Prospektprüfung eingeführt¹⁶⁸. Zusätzlich zur Prospektpflicht muss für Finanzinstrumente, die (auch) Privatkunden angeboten werden, ein BIB erstellt werden¹⁶⁹. Es handelt sich dabei um eine Art «Beipackzettel», der die Produktdetails und -risiken kompakt und leicht verständlich zusammenfassen soll¹⁷⁰. Für weitere Einzelheiten zur Prospektpflicht sowie zum BIB wird auf Ziff. III.3.1 bis Ziff. III.3.3 verwiesen.

¹⁵² Art. 9 Abs. 3 E-FIDLEG.

¹⁵³ Art. 12 ff. E-FIDLEG; vgl. ROLF SETHE/MORITZ SEILER, Dokumentation und Rechenschaft im geplanten FIDLEG, in: Waldburger/Sester/Peter (Hrsg.), Law & Economics – Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag, Zürich 2015, 432 ff.

¹⁵⁴ Art. 23 ff. E-FIDLEG.

¹⁵⁵ Art. 25 E-FIDLEG.

¹⁵⁶ SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 339.

¹⁵⁷ SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 339.

¹⁵⁸ Art. 27 Abs. 1 E-FIDLEG.

¹⁵⁹ Art. 27 Abs. 2 E-FIDLEG.

¹⁶⁰ Art. 29 Abs. 1 E-FIDLEG.

¹⁶¹ Art. 29 Abs. 2 E-FIDLEG.

¹⁶² Art. 28 Abs. 1 lit. a und b E-FIDLEG.

¹⁶³ Art. 28 Abs. 3 E-FIDLEG.

¹⁶⁴ Art. 28 Abs. 2 E-FIDLEG.

¹⁶⁵ Art. 28 Abs. 2 E-FIDLEG.

¹⁶⁶ BGer 4A_127/2012 vom 30.10.2012, E. 5.6; BGer 4A_266/2010 vom 29.8.2011, E. 2.6 f.; LUCA BIANCHI/FRANÇOIS BIANCHI, RdF-Länderreport Schweiz: Aktuelle Entwicklungen im Aufsichts-, Zivil-, Bilanz- und Steuerrecht für den Kapitalmarkt, RdF 1/2014, 73.

¹⁶⁷ Art. 37 Abs. 1 E-FIDLEG; BIANCHI (FN 1), 19; SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 340 f.

¹⁶⁸ Vgl. Ziff. III.3.2.

¹⁶⁹ Art. 60 ff. E-FIDLEG; SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 342.

¹⁷⁰ BLONSKI (FN 127), 101.

bg. Kundenberater

Als *Kundenberater* gelten alle natürlichen Personen, welche im Namen eines Finanzdienstleisters oder selbst als Finanzdienstleister Finanzdienstleistungen erbringen¹⁷¹. Sie müssen über das für ihre Tätigkeit notwendige Fachwissen sowie hinreichende Kenntnisse der Verhaltensregeln des E-FIDLEG verfügen (*Pflicht zur Aus- und Weiterbildung*)¹⁷².

Kundenberater von in- und ausländischen Finanzdienstleistern, welche nach den Finanzmarktgesetzen der Schweiz keine Bewilligung, Anerkennung, Zulassung oder Registrierung benötigen, dürfen ihre Tätigkeit in der Schweiz erst ausüben, nachdem sie in das Beraterregister eingetragen worden sind (*Registrierungspflicht*)¹⁷³. Die Regelung sollte einem Anleger ursprünglich ermöglichen, mit einem Blick ins Register zu erkennen, ob ein Kundenberater seine Tätigkeit überhaupt ausüben darf¹⁷⁴. Aus Praktikabilitätsgründen wurde die Registerpflicht im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses auf «externe» Finanzberater und ausländische Kundenberater reduziert¹⁷⁵. Demnach können Kundenberater von in der Schweiz beaufsichtigten Finanzdienstleistern aufgrund der umfassenden Regulierung ihrer Arbeitgeber auf Institutionsebene auf einen persönlichen Registereintrag verzichten¹⁷⁶.

Neben der Pflicht zur Aus- und Weiterbildung müssen für eine Registereintragung *weitere Voraussetzungen* erfüllt sein, wie z.B. der Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung und das Fehlen von relevanten strafrechtlichen Verurteilungen und Tätigkeitsverboten¹⁷⁷. Geführt wird das Beraterregister durch eine von der FINMA zugelassene Registrierungsstelle¹⁷⁸.

bh. Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen

Die ursprünglich geplante allgemeine Registrierungspflicht für *grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen* ausländischer Finanzdienstleister, die in der Schweiz eine bewilligungspflichtige Tätigkeit ausüben, wurde im Rahmen der Vernehmlassung aus dem E-FIDLEG gestrichen¹⁷⁹. Kundenberater ausländischer Finanzdienstleister müssen beim Grenzüberschreiten-

den Vertrieb *aus dem Ausland in die Schweiz* jedoch im Beraterregister eingetragen sein und die gleichen Verhaltensregeln einhalten wie Schweizer Finanzdienstleister (vgl. Ziff. III.2.1bg)¹⁸⁰.

Betreffend das grenzüberschreitende Angebot bzw. den *grenzüberschreitenden Vertrieb* von strukturierten Produkten an Privatkunden ohne auf Dauer angelegtes Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsverhältnis *aus dem Ausland in die Schweiz* wird es voraussichtlich auch weiterhin erforderlich sein, dass ausländische Emittenten entweder selbst den Status eines beaufsichtigten Finanzintermediärs haben oder über eine Garantie bzw. eine gleichwertige Sicherheit (z.B. ein durchsetzbares Keep-Well Agreement) eines solchen verfügen¹⁸¹. Weiter ist davon auszugehen, dass ausländische Emittenten von strukturierten Produkten auch unter dem E-FIDLEG eine Niederlassung in der Schweiz haben müssen (sofern die fraglichen strukturierten Produkte nicht an der SIX kotiert sind)¹⁸². Der Begriff der *Niederlassung* eines ausländischen Instituts umfasst bisher (und vermutlich auch in Zukunft) Vertretungen, Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften sowie Schwester- bzw. Gruppengesellschaften, sofern eine konsolidierte Aufsicht besteht, welche auch die Niederlassung erfasst¹⁸³. Aus praktischer Sicht ist die Einhaltung der schweizerischen Regulierung mittels adäquater Verkaufsbeschränkungen (*Selling Restrictions*) nach Schweizer Recht im Prospekt sicherzustellen¹⁸⁴.

Das Anbieten von Finanzdienstleistungen oder Finanzprodukten *aus der Schweiz ins Ausland* ist grundsätzlich (bis auf wenige Ausnahmen) von der schweizerischen Regulierung erfasst und muss i.d.R. zugleich die nach ausländischem Recht geltenden Regeln des Domizillands erfüllen (was in Bezug auf strukturierte Produkte mittels der Implementierung ausländischer Verkaufsbeschränkungen in der Produktdokumentation sichergestellt werden sollte)¹⁸⁵.

Ohne weiter auf diese teilweise komplexen Sachverhalte einzugehen, sei im Sinn einer allgemeinen Faustregel darauf hingewiesen, dass grundsätzlich für jede Finanz-

¹⁷¹ Art. 3 lit. f E-FIDLEG.

¹⁷² Art. 31 Abs. 1 lit. a E-FIDLEG.

¹⁷³ Art. 30 E-FIDLEG i.V.m. Art. 3 lit. a–b Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22.6.2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG), SR 956.1; BIANCHI (FN 1), 20.

¹⁷⁴ WERNER GRUNDLEHNER, FIDLEG und Vermögensberatung – Der Berater soll ins Register, NZZ-Online, 30.7.2015, abrufbar unter: <<http://www.nzz.ch/finanzen/aktien/der-berater-soll-ins-register-1.18587661>> (besucht am 25.12.2015), 1.

¹⁷⁵ Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) («Botschaft FIDLEG/FINIG»), 62.

¹⁷⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 62.

¹⁷⁷ Vgl. Art. 31 Abs. 1 und 2 E-FIDLEG.

¹⁷⁸ Art. 33 Abs. 1 E-FIDLEG.

¹⁷⁹ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 12; vgl. BIANCHI (FN 1), 20; SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 340.

¹⁸⁰ Vgl. Art. 30 E-FIDLEG; Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 18 f.; vgl. Eidgenössisches Finanzdepartement EFD («EFD»), Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) – Stossrichtungen möglicher Regulierung vom 18.2.2013, 28.

¹⁸¹ Art. 73 Abs. 1 und 2 E-FIDLEG; BIANCHI/BIANCHI (FN 166), 71; YAN FRIEDRICH, La distribution de produits financiers en Suisse ou à partir de la Suisse selon la LPCC révisée, SZW 2013, 422.

¹⁸² Vgl. Art. 5 Abs. 1 lit. a KAG und Art. 4 Abs. 1 lit. b KKV.

¹⁸³ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 1; FRANÇOIS BIANCHI/LUCA BIANCHI/YANNICK WETTSTEIN, Debt Capital Markets 2015 – Switzerland, in: Lopez/Fleisher/Kim (Hrsg.), Getting the Deal Through – Debt Capital Markets in 19 Jurisdictions Worldwide 2015, 99; BIANCHI/BIANCHI (FN 166), 71.

¹⁸⁴ BIANCHI/BIANCHI/WETTSTEIN (FN 183), 100.

¹⁸⁵ MIRJAM EGGEN/RUPERT SCHAEFER, Regulierung grenzüberschreitender Tätigkeiten im Finanzmarktrecht, GesKR 2013, 369; HUTTERLI (FN 4), 159.

dienstleistung, jedes Finanzprodukt sowie jedes Land separat geprüft werden muss, ob bzw. unter welchen regulatorischen Rahmenbedingungen¹⁸⁶ die Erbringung der Finanzdienstleistung oder das Angebot bzw. der Vertrieb des Finanzprodukts zulässig sind¹⁸⁷.

c. Zwischenfazit

Die neuen Regeln des E-FIDLEG sind sektorübergreifend anwendbar und führen damit zu einem Level Playing Field zwischen strukturierten Produkten und anderen Finanzinstrumenten¹⁸⁸. Die wichtigsten Neuerungen sind die neue Prospektspflicht, die Pflicht zur Erstellung eines BIB, die Eignungsprüfung, die Angemessenheitsprüfung und die Pflichten im Zusammenhang mit der Werbung¹⁸⁹. Insbesondere für strukturierte Produkte im OTC-Bereich stellt die Einführung einer Prospektprüfung durch eine Prüfstelle eine wesentliche Änderung dar¹⁹⁰. Im Ergebnis hat das E-FIDLEG bedeutende praktische Auswirkungen auf den Produktions- und Vertriebsprozess von strukturierten Produkten¹⁹¹. Ausgewählte Aspekte mit besonderer Bedeutung für strukturierte Produkte werden im späteren Verlauf dieses Beitrages näher betrachtet¹⁹².

2.2 Finanzinstitutsgesetz (FINIG)

a. Einleitung

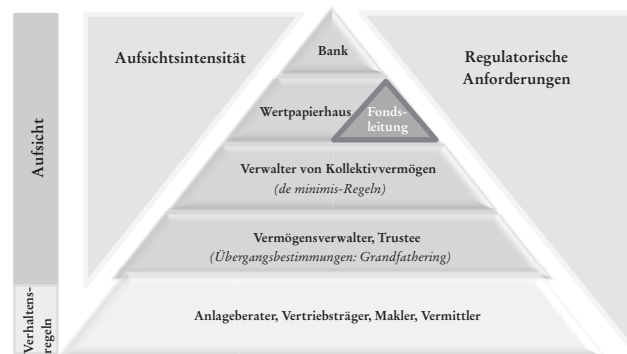
Das E-FINIG regelt die Anforderungen an die Tätigkeit der Finanzinstitute¹⁹³. Zweck des Gesetzes ist der Schutz von Anlegern und Kunden von Finanzinstituten sowie die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts¹⁹⁴.

b. Kernpunkte

ba. Bewilligungskaskade und Bewilligungsvoraussetzungen

Finanzinstitute nach Art. 2 Abs. 1 lit. a–e E-FINIG, d.h. Vermögensverwalter, Trustees¹⁹⁵, Verwalter von

Kollektivvermögen, Fondsleitungen und Wertpapierhäuser (sowie Banken gemäss BankG¹⁹⁶), benötigen für die Ausübung ihrer Tätigkeit eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde¹⁹⁷. Folgende Grafik gibt einen Überblick über die zukünftige Regulierungsintensität für Finanzdienstleister in der Schweiz¹⁹⁸.



Aus vorangehender Abbildung ist ersichtlich, dass die Regulierung und Überwachung einer Bank am stärksten ist und diese bei Wertpapierhäusern, Fondsleitungen, Verwaltern von Kollektivvermögen und Vermögensverwaltern/Trustees stetig reduziert wird¹⁹⁹. Die am schwächsten regulierten Anlageberater sind nur den Verhaltensregeln (nicht hingegen einer prudenziellen Aufsicht) unterstellt²⁰⁰. Ein charakteristisches Merkmal der Bewilligungskaskade ist dabei, dass die Erteilung einer hierarchisch übergeordneten Bewilligung auch zur Ausübung der weniger stark regulierten Tätigkeiten ermächtigt²⁰¹.

Wer die Bewilligungsvoraussetzungen erfüllt, hat einen Anspruch auf Erteilung der Bewilligung (sog. Polizeibewilligung)²⁰². In diesem Zusammenhang wird insbesondere vorausgesetzt, dass ein Finanzinstitut über angemessene Regeln zur Unternehmensführung verfügt und so organisiert ist, dass es die Erfüllung der gesetzlichen Pflichten gewährleistet²⁰³. Zu diesem Zwecke muss es über eine angemessene Organisation, ein Risikomanagement und ein internes Kontrollsystem (IKS) verfügen, welches die Risiken des Finanzinstituts identifiziert, misst, steuert und überwacht²⁰⁴. Ferner muss das Finanzinstitut tatsächlich von der Schweiz aus geleitet werden²⁰⁵.

¹⁸⁶ Z.B. MIFID II, die europäische Prospekttrichtlinie, UCITS, AIFMD sowie ev. das Recht einzelner EU-Mitgliedstaaten; m.w.H. ROLF WEBER/ROLF SETHE, Äquivalenz als Regulierungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 2014, 573 ff.; ROLF SETHE, MIFID II – Eine Herausforderung für den Finanzplatz Schweiz, SJZ 2014, 477 ff.; ROLF SETHE, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MIFID II, SZW 2014, 615.

¹⁸⁷ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 76 f.; CONTRATTO (FN 51); 200.

¹⁸⁸ BIANCHI (FN 1), 18.

¹⁸⁹ Vgl. Ziff. III.2.1bb und Ziff. III.2.1bf.

¹⁹⁰ SANDRO ABEGGLEN/FRANÇOIS BIANCHI/LUCA BIANCHI, Neue Finanzmarktarchitektur: Auswirkungen auf das Fonds- und Asset Management-Geschäft, B2B 53/2015, 12.

¹⁹¹ BIANCHI (FN 1), 21.

¹⁹² Vgl. Ziff. III.3.

¹⁹³ Art. 1 Abs. 1 E-FINIG.

¹⁹⁴ Art. 1 Abs. 2 E-FINIG.

¹⁹⁵ Auf die Banken, Wertpapierhäuser, Fondsleitungen und Trustees wird im Folgenden aus Platzgründen nicht näher eingegangen.

¹⁹⁶ Vgl. Art. 3 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) vom 8.11.1934, SR 952.0.

¹⁹⁷ Art. 4 Abs. 1 E-FINIG.

¹⁹⁸ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 50.

¹⁹⁹ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 49 ff.; ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 13.

²⁰⁰ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 76; ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 13.

²⁰¹ Vgl. Art. 5 Abs. 1–4 E-FINIG.

²⁰² Art. 6 Abs. 1 E-FINIG.

²⁰³ Art. 8 Abs. 1 E-FINIG.

²⁰⁴ Art. 8 Abs. 1 und 2 E-FINIG.

²⁰⁵ Art. 9 Abs. 1 E-FINIG.

Die mit der Geschäftsführung des Finanzinstituts betrauten Personen müssen an einem Ort Wohnsitz haben, von dem aus sie die Geschäftsführung tatsächlich ausüben können²⁰⁶. Das Finanzinstitut und die mit der Verwaltung und Geschäftsführung betrauten Personen müssen *Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung* bieten²⁰⁷. Zudem müssen sie über einen guten Ruf verfügen und die für ihre Funktion erforderlichen fachlichen Qualifikationen aufweisen²⁰⁸. Auch die an einem Finanzinstitut qualifizierten Beteiligten müssen einen guten Ruf geniessen und gewährleisten, dass sich ihr Einfluss nicht zum Schaden einer umsichtigen und soliden Geschäftsführung auswirkt²⁰⁹.

bb. Verwalter von Kollektivvermögen

Als *Verwalter von Kollektivvermögen* gilt, wer gewerbmässig im Namen und auf Rechnung von kollektiven Kapitalanlagen oder von schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen Vermögen verwaltet²¹⁰. Verwalter von Kollektivvermögen unterstehen den – im Vergleich zu (regulären) Vermögensverwaltern – strengeren Bewilligungsvoraussetzungen von Art. 20 ff. E-FINIG²¹¹.

Verwalter von kollektiven Kapitalanlagen für qualifizierte Anleger, die den *de minimis*-Regeln bei verwalteten Vermögen der kollektiven Kapitalanlagen von unter CHF 100 Mio. (mit Hebelwirkung) bzw. CHF 500 Mio. (ohne Hebelwirkung) unterstellt sind, gelten ausnahmsweise als Vermögensverwalter²¹². Auch Verwalter von Kollektivvermögen, welche Vermögenswerte von Vorsorgeeinrichtungen von insgesamt höchstens CHF 100 Mio. und höchstens 20 % der Vermögenswerte einer einzelnen Vorsorgeeinrichtung verwalten, gelten als Vermögensverwalter²¹³.

bc. Vermögensverwalter

Als zentrale Neuerung sieht das E-FINIG eine Bewilligungspflicht für sämtliche Vermögensverwalter vor²¹⁴. Als *Vermögensverwalter* gilt, wer gestützt auf einen dem Auftragsrecht unterstehenden Vermögensverwaltungsvertrag im Namen und auf Rechnung der Kunden Vermögenswerte verwaltet oder auf andere Weise über Vermögenswerte von Kunden verfügen kann²¹⁵. Der Vermögensverwalter kann als zusätzliche Dienstleistun-

gen insbesondere Anlageberatung, Portfolioanalyse sowie das Anbieten von Finanzinstrumenten betreiben²¹⁶.

Vermögensverwalter sind von reinen Anlageberatern abzugrenzen, welche nicht selbst Anlageentscheide treffen und der Bewilligungspflicht des E-FINIG nicht unterstellt sind (wohl aber den Verhaltensregeln und u.U. der Registrierungspflicht)²¹⁷. Während ein professionelles Risikomanagement, ein IKS und die Compliance für Verwalter von Kollektivvermögen bereits heute Standard sind, dürfte deren Implementierung für viele Vermögensverwalter einen zusätzlichen Aufwand bedeuten²¹⁸.

c. Zwischenfazit

Im Ergebnis werden mit der neuen Regulierung der Finanzinstitute (nebst den Banken und Wertpapierhäusern) weitere wichtige Vertriebssträger von strukturierten Produkten einer prudenziellen Aufsicht und regulatorischen Durchsetzungsmechanismen unterstellt²¹⁹. Insbesondere im Segment der externen Vermögensverwalter steigen dadurch die regulatorischen Anforderungen²²⁰. Das neue Level Playing Field zwischen kollektiven Kapitalanlagen und strukturierten Produkten und die Verschärfung der Pflichten am Point of Sale (welche die Vertriebskosten erhöhen) dürften kosteneffiziente Fondsprodukte tendenziell fördern²²¹. Demgegenüber ist davon auszugehen, dass die ansteigenden Regulierungskosten und der zunehmende Margendruck bei niedrigen Volumen die Tendenz verstärken werden, anstelle kleinerer kollektiven Kapitalanlagen AMC's aufzusetzen²²². Da die möglichen Auswirkungen des E-FINIG eher allgemein sind und nicht spezifisch strukturierte Produkte betreffen, wird im Folgenden nicht näher auf diese eingegangen.

2.3 Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FINFRAG)

a. Einleitung

Das FINFRAG regelt die Organisation und den Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen sowie die Verhaltenspflichten der Finanzmarktteilnehmer beim Effekten- und Derivatehandel²²³. Es bezweckt die Gewährleistung

²⁰⁶ Art. 9 Abs. 2 E-FINIG.

²⁰⁷ Art. 10 Abs. 1 E-FINIG.

²⁰⁸ Art. 10 Abs. 2 E-FINIG.

²⁰⁹ Art. 10 Abs. 3 E-FINIG.

²¹⁰ Art. 20 Abs. 1 lit. a und b E-FINIG.

²¹¹ SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 346.

²¹² Art. 20 Abs. 2 lit. a E-FINIG; vgl. Ziff. III.2.2bc.

²¹³ Art. 20 Abs. 2 lit. b E-FINIG; vgl. Ziff. III.2.2bc.

²¹⁴ Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 lit. a und c sowie Art. 16 ff. E-FINIG; SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 146), 344; vgl. ROLF WEBER/THOMAS ISELI, Vertriebssträger im Finanzmarktrecht – Aufsicht, Selbstregulierung, Vertragsverhältnisse, Zürich 2008, 15 f.

²¹⁵ Art. 16 Abs. 1 E-FINIG.

²¹⁶ Art. 18 Abs. 3 lit. a–c E-FINIG.

²¹⁷ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 76; vgl. Ziff. III.2.1bg.

²¹⁸ Vgl. Art. 8 Abs. 2 E-FINIG.

²¹⁹ Vgl. FRANCA CONTRATTO, Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter nach FINMA-Rundschreiben 1/2009: Nährboden für strukturelle Vollzugsdefizite, SZW 2010, 343 ff.

²²⁰ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 13.

²²¹ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 13.

²²² ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 13; EFD, Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) / Bundesgesetz über die Finanzinstitute (FINIG) – Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage vom 25.6.2014 («Erläuterungsbericht FIDLEG/FINIG»), 163 ff.

²²³ Art. 1 Abs. 1 FINFRAG; vgl. BIANCHI (FN 1), 21; RENÉ BÖSCH/STEFAN KRAMER, Schweizer Finanzmarktrecht im Umbruch – Das neue Finanzmarktinfrastrukturgesetz als eine der neuen Säulen, SJZ 2014, 249.

der Funktionsfähigkeit und Transparenz der Effekten- und Derivatemärkte, der Stabilität des Finanzsystems, des Schutzes der Finanzmarktteilnehmer wie auch der Gleichbehandlung der Anleger²²⁴.

b. Kernpunkte

ba. Regulierung von Finanzmarktinfrastrukturen

Das FINFRAG reguliert folgende Finanzmarktinfrastrukturen: Börsen, Handelsplätze, multilaterale Handelssysteme (MTFs), organisierte Handelssysteme (OTFs)²²⁵, zentrale Gegenparteien (CCPs), Zentralverwahrer (CSDs), Transaktionsregister sowie Zahlungssysteme²²⁶. Finanzmarktinfrastrukturen benötigen eine Bewilligung der FINMA und müssen die Bewilligungsvoraussetzungen des FINFRAG einhalten²²⁷. Diese umfassen Anforderungen an die Organisation, die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung wie auch minimale Kapitalanforderungen, Dokumentations- und Aufbewahrungspflichten, Pflichten zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur Veröffentlichung wesentlicher Informationen²²⁸. Zusätzlichen Anforderungen müssen systemisch bedeutsame Finanzmarktinfrastrukturen genügen²²⁹.

bb. Regulierung des Derivatehandels

Das FINFRAG reguliert den OTC-Derivatehandel und sieht hierfür Transparenz-, Marktverhaltens-, Clearing- und Meldepflichten an das Transaktionsregister sowie Risikominderungs- und Plattformhandelspflichten vor²³⁰. Der Begriff der *Derivate* i.S. des FINFRAG umfasst Finanzkontrakte, deren Wert von einem oder mehreren Basiswerten abhängt und die kein Kassageschäft darstellen²³¹. Da strukturierte Produkte nicht als Derivate i.S. der Bestimmungen zum Handel mit Derivaten des FINFRAG gelten, sind die Pflichten des FINFRAG betreffend den OTC-Derivatehandel auf strukturierte Produkte nicht direkt anwendbar²³².

c. Zwischenfazit

Finanzmarktinfrastrukturen, die den Handel mit strukturierten Produkten anbieten, unterstehen den Bewilligungspflichten des FINFRAG²³³. Demgegenüber ist der

Handel mit strukturierten Produkten den Bestimmungen zum Derivatehandel des FINFRAG nicht unterstellt²³⁴. Folglich sind strukturierte Produkte nicht Gegenstand der Abrechnungs-, Melde-, Risikominderungs- und Plattformhandelspflichten des FINFRAG²³⁵. Dennoch hat das FINFRAG (indirekte) Auswirkungen auf Emittenten von strukturierten Produkten, da diese im Zusammenhang mit Hedging-Aktivitäten auch Derivate i.S. des FINFRAG verwenden²³⁶. Im Folgenden werden rechtliche Aspekte des Handels und des Hedgings ausgeblendet, da die regulatorischen Schwerpunkte betreffend strukturierte Produkte eher in der Regulierung, der Produktion und dem Vertrieb derselben zu sehen sind²³⁷.

3. Auswirkungen auf Produktion und Vertrieb von strukturierten Produkten

3.1 Prospektpflicht

Im E-FIDLEG wird eine neue sektorübergreifende Prospektpflicht stipuliert²³⁸. Grundsätzlich besteht die Pflicht, vorgängig einen Prospekt zu veröffentlichen, für jedermann, der in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreitet oder um Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz nach Art. 26 FINFRAG ersucht²³⁹. Ist der Emittent nicht am öffentlichen Angebot beteiligt, so treffen ihn keine Mitwirkungspflichten bei der Erstellung des Prospekts²⁴⁰.

Ausnahmen von der Prospektpflicht liegen im Zusammenhang mit strukturierten Produkten vor, wenn das öffentliche Angebot:

- nur an professionelle Kunden gerichtet ist;
- an weniger als 150 Privatkunden gerichtet ist;
- an Anleger gerichtet ist, die Effekten im Wert von mindestens CHF 100'000 erwerben;
- eine Mindeststückelung von CHF 100'000 aufweist;
- über einen Zeitraum von 12 Monaten berechnet einen Gesamtwert von CHF 100'000 nicht übersteigt²⁴¹.

Unabhängig von einer regulatorischen Prospektpflicht ist davon auszugehen, dass die bestehende Praxis der Emittenten, zur Reduktion zivilrechtlicher Haftungsrisiken auf freiwilliger Basis bei jeder Emission einen Prospekt zu erstellen, weiterhin Anwendung finden wird²⁴².

²²⁴ Art. 1 Abs. 2 FINFRAG; vgl. BIANCHI (FN 1), 21.

²²⁵ Vgl. Art. 42. ff. FINFRAG.

²²⁶ Art. 2 lit. a Ziff. 1–6 FINFRAG; vgl. ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 2), 25; BÖSCH/KRAMER (FN 223), 252.

²²⁷ Art. 4 Abs. 1 FINFRAG und Art. 5 ff. FINFRAG.

²²⁸ Art. 8 ff. FINFRAG.

²²⁹ Art. 6 FINFRAG.

²³⁰ Art. 97 ff. FINFRAG; vgl. MIRJAM EGGEN, Die Regulierung von Derivaten – eine Auslegeordnung, AJP 2011, 758 ff.; BÖSCH/KRAMER (FN 223), 255 f.; HANS KUHN, Die Regulierung des Derivatehandels im künftigen Finanzmarktinfrastrukturgesetz, GesKR 2014, 161 ff.

²³¹ Art. 2 lit. c FINFRAG.

²³² Art. 94 Abs. 3 lit. a FINFRAG; BÖSCH/KRAMER (FN 223), 253.

²³³ Art. 94 Abs. 3 lit. a FINFRAG *e contrario*.

²³⁴ Art. 94 Abs. 3 lit. a FINFRAG.

²³⁵ Art. 94 Abs. 3 lit. a FINFRAG; MARTIN LIEBI, Neue Bestimmungen zu Derivaten und strukturierten Produkten, Das Geld-Magazin 2/2015, 20.

²³⁶ Vgl. BIANCHI (FN 1), 23.

²³⁷ FINMA (FN 32), 20 f.

²³⁸ Art. 37 ff. E-FIDLEG.

²³⁹ Art. 37 Abs. 1 E-FIDLEG.

²⁴⁰ Art. 37 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁴¹ Art. 38 Abs. 1 lit. a–e E-FIDLEG.

²⁴² MARCO SCHMID, Qualifikation des vereinfachten Prospekts nach Art. 5 KAG – Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte

Im Ergebnis werden auch künftig folgende Angebotsarten bestehen, welche jeweils die Anwendung unterschiedlicher Regeln betreffend die Erstellung eines Prospekts bzw. dessen Inhalt zur Folge haben können: (i) öffentliches Angebot (börsenkotiert), (ii) öffentliches Angebot (nicht börsenkotiert) und (iii) Privatplatzierung (Private Placement)²⁴³. Die praktisch bedeutsamen Details dieser drei Angebotsarten werden sich voraussichtlich auf Verordnungsstufe sowie in weiteren präzisierenden Dokumenten herauskristallisieren.

3.2 Prospektprüfung

Grundsätzlich muss der Prospekt vor der Veröffentlichung von einer Prüfstelle auf Vollständigkeit, Kontrolle, Kohärenz und Verständlichkeit geprüft werden²⁴⁴. Dies stellt eine *fundamentale Änderung* zur bisherigen Regelung dar, die lediglich für kotierte Produkte eine Prospektprüfung vorsieht²⁴⁵. Die Prüfstelle prüft die Prospekte unverzüglich bei deren Eingang und entscheidet grundsätzlich innert 10 Tagen ab Eingang des Prospekts über dessen Genehmigung²⁴⁶. Der Bundesrat kann jedoch Effekten bezeichnen, deren Prospekt erst nach der Veröffentlichung geprüft werden muss, wenn eine Bank oder ein Wertpapierhaus garantiert, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung die wichtigsten Informationen über den Emittenten und die Effekten vorliegen (was zur Gewährleistung der *Time to Market* insbesondere für die Final Terms von strukturierten Produkten sinnvoll wäre)²⁴⁷. Prospekte sind nach ihrer Genehmigung während 12 Monaten für öffentliche Angebote oder Zulassungen zum Handel auf einem Handelsplatz gültig²⁴⁸.

3.3 Basisinformationsblatt (BIB)

Soll ein strukturiertes Produkt Privatkunden angeboten werden, muss der Produzent vorgängig ein BIB erstellen²⁴⁹. Der Bundesrat kann qualifizierte Dritte bezeichnen, denen die Erstellung des BIB übertragen werden kann²⁵⁰. Der Ersteller haftet für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben im BIB und ist für die Einhaltung der weiteren einschlägigen regulatorischen Pflichten verantwortlich²⁵¹.

Das BIB wird den nach bisherigem Recht erforderlichen vereinfachten Prospekt ersetzen²⁵². Wird ein strukturiertes Produkt auf indikativer Basis angeboten, so muss dafür ein indikatives BIB erstellt werden²⁵³. Das BIB muss für Privatkunden leicht verständlich sein²⁵⁴. Es ist ein eigenständiges Dokument, welches sich (z.B. mittels eines Disclaimers) von Werbematerialien deutlich unterscheiden muss²⁵⁵. Dokumente nach ausländischem Recht, die dem BIB gleichwertig sind, können anstelle desselben verwendet werden²⁵⁶. Der Bundesrat erlässt Ausführungsbestimmungen zum BIB und regelt darin dessen Inhalt, Umfang, Gestaltung und Modalitäten der Bereitstellung sowie die Gleichwertigkeit ausländischer Dokumente²⁵⁷.

Nach der h.L. und Praxis der FINMA muss ein strukturiertes Produkt deutlich mittels eines standardisierten Disclaimers als solches gekennzeichnet werden (sog. *Etikettierungspflicht*)²⁵⁸. Der Disclaimer ist an prominenter Stelle (d.h. nicht in kleingedruckten Fussnoten) auf der ersten Seite des BIB und sämtlicher anderer Unterlagen anzubringen und textlich mit Fettschreibung hervorzuheben²⁵⁹. Dadurch wird dem Anleger eine erste Orientierungshilfe zur Einordnung eines Produkts gegeben²⁶⁰. Diese Etikettierungspflicht dürfte auch unter dem E-FIDLEG fortbestehen.

Des Weiteren ist der Ersteller des strukturierten Produkts neu dazu verpflichtet, die im BIB enthaltenen Angaben regelmässig zu überprüfen und zu überarbeiten, falls sich wesentliche Änderungen ergeben (*Aktualisierungspflicht*)²⁶¹.

3.4 Prüfpflichten am Point of Sale

a. Übersicht

Finanzdienstleister, welche eine Anlageberatung oder eine Vermögensverwaltung durchführen, sind verpflichtet, eine Angemessenheits- oder eine Eignungsprüfung durchzuführen²⁶².

auf der Schnittstelle zwischen Aufsichtsrecht und Privatrecht, GesKR 2011, 56 f.

²⁴³ BIANCHI/BIANCHI/WETTSTEIN (FN 183), 96 f.

²⁴⁴ Art. 53 Abs. 1 E-FIDLEG; DANIEL HUNKELER/GEORG WOHL, E-FIDLEG – höhere Hürden für KMU bei der öffentlichen Kapitalaufnahme?, GesKR 2014, 497.

²⁴⁵ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 12.

²⁴⁶ Art. 55 Abs. 2–4 E-FIDLEG; Bei neuen Emittenten beträgt die Frist 20 Tage (Art. 55 Abs. 5 E-FIDLEG).

²⁴⁷ Art. 53 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁴⁸ Art. 57 E-FIDLEG.

²⁴⁹ Art. 60 Abs. 1 E-FIDLEG.

²⁵⁰ Art. 60 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁵¹ Art. 60 Abs. 2 i.V.m. Art. 60–71 E-FIDLEG.

²⁵² ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 12.

²⁵³ Art. 60 Abs. 3 E-FIDLEG.

²⁵⁴ Art. 64 Abs. 1 E-FIDLEG.

²⁵⁵ Art. 64 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁵⁶ Art. 61 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁵⁷ Art. 66 lit. a–d E-FIDLEG.

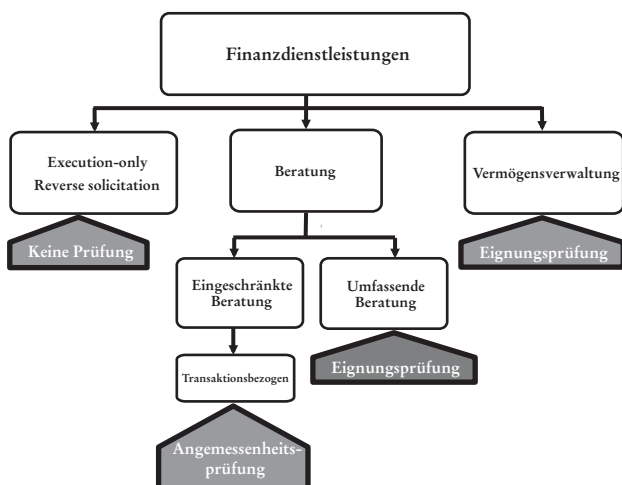
²⁵⁸ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

²⁵⁹ FINMA-FAQ Strukturierte Produkte (FN 67), 2.

²⁶⁰ MIRJAM EGGEN, Die schweizerische Prospektspflicht für Effekten – eine rechtsvergleichende Untersuchung der bestehenden Rechtslage, SZW 2010, 209.

²⁶¹ Art. 65 Abs. 1 E-FIDLEG.

²⁶² Art. 11 E-FIDLEG.



Wie aus der vorangehenden Grafik ersichtlich ist, sind aus regulatorischer Sicht verschiedene, vom jeweils zu Grunde liegenden Rechtsverhältnis abhängige Konstellationen zu unterscheiden²⁶³. Zu differenzieren ist ferner zwischen umfassender und lediglich transaktionsbezogener Anlageberatung²⁶⁴. Liegt lediglich eine transaktionsbezogene Beratung vor, ist eine Angemessenheitsprüfung durchzuführen²⁶⁵. Im Falle einer Vermögensverwaltung und einer umfassenden Beratung hingegen ist eine Eignungsprüfung zu erbringen²⁶⁶.

b. Angemessenheitsprüfung

Ein Finanzdienstleister, der lediglich eine *Anlageberatung für einzelne Transaktionen* (und nicht betreffend das Gesamtportfolio) des Kunden erbringt, ist verpflichtet, eine Angemessenheitsprüfung (*Appropriateness*) durchzuführen, d.h. sich über die *Kenntnisse und Erfahrungen* seiner Kunden in Bezug auf die angebotenen Produkte oder Dienstleistungen zu erkundigen und vor der Dienstleistungserbringung zu prüfen, ob diese für die Kunden angemessen sind²⁶⁷. Bezieht sich die Anlageberatung nicht nur auf einzelne Transaktionen, sondern auf das gesamte Kundenportfolio, muss der Finanzdienstleister nebst der Angemessenheitsprüfung auch eine Eignungsprüfung durchführen (vgl. Ziff. III.3.4c)²⁶⁸.

c. Eignungsprüfung

Finanzdienstleister, die eine Vermögensverwaltung oder eine umfassende Anlageberatung anbieten, sind verpflichtet, eine Eignungsprüfung (*Suitability*) durchzuführen²⁶⁹. Demnach müssen sie sich über die *finanziellen Verhältnisse und Anlageziele* sowie die *Kenntnisse*

und *Erfahrungen* in Bezug auf die angebotenen Finanzdienstleistungen oder Finanzinstrumente ihrer Kunden erkundigen, bevor sie ihnen solche empfehlen²⁷⁰. Basierend auf diesen Kriterien sowie dem Risikoappetit des Kunden muss der Vermögensverwalter oder Anlageberater beurteilen, ob ein bestimmtes Produkt für den Kunden geeignet ist²⁷¹.

Bei einer *Eignungsprüfung* müssen u.a. folgende ausgewählten Aspekte berücksichtigt werden:

- Die Pflicht zur Eignungsprüfung führt dazu, dass ein davon betroffener Finanzdienstleister die Produkte, die er anbieten bzw. empfehlen möchte, nach den mit diesen verbundenen Risiken einstufen muss (*Pflicht zur Produktkategorisierung*), damit das Produktrisiko und die Risikofähigkeit des Kunden (*Pflicht zur Kundenkategorisierung*) aufeinander abgestimmt werden können²⁷².
- Ein *Vermögensverwalter* muss grundsätzlich sowohl eine Eignungsprüfung betreffend die Dienstleistung «Vermögensverwaltung» durchführen, d.h. prüfen, ob der Kunde die Dienstleistung an sich versteht und ob die gewählte Anlagestrategie den Zielen und Vermögensverhältnissen des Kunden entspricht, als auch die Eignung einzelner Transaktionen für den Kunden überprüfen²⁷³.
- Ein *Anlageberater* ist vor der Erteilung eines persönlichen Rats verpflichtet, den Kunden nach dessen massgebenden Faktoren zu fragen²⁷⁴. Als persönlicher Rat gilt jede Empfehlung, die einem bestimmten Kunden gemacht wird und sich auf ein Geschäft mit einem bestimmten strukturierten Produkt bezieht²⁷⁵.
- Die Eignungsprüfung hat auch die *Diversifikationsvorschriften* eines Kundenportfolios zu berücksichtigen²⁷⁶.
- Der Vermögensverwalter oder Anlageberater muss das *Produkt effektiv kennen und verstehen*, bevor er eine Investition darin vornimmt bzw. eine entsprechende Empfehlung abgibt²⁷⁷.

Wird die Eignungsprüfung von einem spezifischen Produkt nicht bestanden, so hat der Vermögensverwalter

²⁶³ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 52.

²⁶⁴ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 52.

²⁶⁵ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 52.

²⁶⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 52.

²⁶⁷ Art. 11 i.V.m. Art. 12 E-FIDLEG.

²⁶⁸ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 16.

²⁶⁹ Art. 11 i.V.m. Art. 13 E-FIDLEG.

²⁷⁰ Art. 11 i.V.m. Art. 13 E-FIDLEG.

²⁷¹ URS ZULAUF, Der FINMA-Vertriebsbericht 2010, SZW 2011, 268.

²⁷² URS SCHENKER, Suitability & Appropriateness – Gesetzliche und regulatorische Übersicht für Bankfachleute und Juristen, Zürich 2012, 12.

²⁷³ FINMA, Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten vom 24.2.2012 («FINMA-Vertriebsregeln 2012»), 17.

²⁷⁴ FINMA-Vertriebsregeln 2012 (FN 273), 16.

²⁷⁵ FINMA-Vertriebsregeln 2012 (FN 273), 16.

²⁷⁶ FINMA-Vertriebsregeln 2012 (FN 273), 16.

²⁷⁷ JEAN-MARC SCHALLER, Die Pflicht zur Produktkenntnis («Know Your Product») in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung, SZW 2011, 460 ff.

bzw. Anlageberater von einer Investition in dasselbe bzw. einer Anlageempfehlung Abstand zu nehmen²⁷⁸.

Im Ergebnis darf davon ausgegangen werden, dass die Eignungsprüfung grundsätzlich immer dann durchgeführt werden muss, wenn keine ausschliesslich transaktionsbezogene Anlageberatung und kein reines Execution-only-Verhältnis vorliegen²⁷⁹.

d. Ausnahmen

Reichen die vom Kunden erhaltenen Informationen aufgrund von *unzureichenden Angaben* für eine Angemessenheitsprüfung nicht aus, so muss der Finanzdienstleister denselben vor der Erbringung der Dienstleistung warnen, dass er nicht beurteilen kann, ob die Finanzdienstleistung oder die Finanzinstrumente für ihn geeignet oder angemessen sind²⁸⁰.

Zudem muss der Finanzdienstleister ausnahmsweise keine Angemessenheits- oder Eignungsprüfung durchführen, wenn seine Dienstleistung ausschliesslich in der Ausführung oder Übermittlung von Kundenaufträgen (*Execution-only*) besteht oder auf Veranlassung des Kunden erbracht wird²⁸¹. Er muss die Kunden informieren, dass er vor der Dienstleistungserbringung keine Angemessenheits- oder Eignungsprüfung durchführt²⁸².

Bei Geschäften mit *institutionellen Kunden* finden nur die allgemeinen Treue- und Sorgfaltspflichten²⁸³, die Informationspflicht²⁸⁴, die zeitlichen Anforderungen an die Information²⁸⁵, die Rechenschaftspflicht²⁸⁶ sowie die Bestimmungen betreffend Transparenz und Sorgfalt bei Kundenaufträgen²⁸⁷ Anwendung²⁸⁸. Die übrigen Bestimmungen des ersten Kapitels des E-FIDLEG (inkl. Eignungs- und Angemessenheitsprüfung) sind nicht anwendbar²⁸⁹.

Im Zusammenhang mit Finanzdienstleistungen für *professionelle Kunden* darf der Finanzdienstleister ohne gegenteilige Anhaltspunkte, die Zweifel an einem ausreichenden Verständnis des Geschäfts hervorrufen, davon ausgehen, dass sie über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen und dass die mit der Finanzdienstleistung einhergehenden Anlagerisiken finanziell

tragbar sind²⁹⁰. Falls keine derartigen *Red Flags* vorliegen, kann der Finanzdienstleister auf die Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung verzichten²⁹¹.

3.5 Werberegulierung

Die neue Regulierung der Werbung für strukturierte Produkte ist (noch) sehr rudimentär; Werbung muss lediglich als solche klar erkennbar sein und (z.B. durch einen Disclaimer) gekennzeichnet werden²⁹². In der Werbung ist auf den Prospekt und das BIB zum jeweiligen Finanzinstrument und auf die Bezugsstelle dieser Dokumente hinzuweisen²⁹³. Sowohl die Werbung als auch andere Informationen über strukturierte Produkte müssen mit den im Prospekt und im BIB enthaltenen Angaben übereinstimmen²⁹⁴.

IV. Abschliessende Beurteilung

Das E-FIDLEG und das E-FINIG wurden parallel zum Gesetzgebungsprozess im Rahmen von Lobbying-Bestrebungen in den Medien stark kritisiert²⁹⁵. Es ist allerdings nichts Neues, dass die Schweiz im Finanzmarktrecht zum Zwecke der Förderung des Zugangs zum europäischen Markt das Recht der EU autonom nachvollzieht, um langfristig wettbewerbsfähig zu bleiben²⁹⁶. Inhaltlich stellt die neue schweizerische Finanzmarktarchitektur eine sachgerechte, auf den europäischen Standard ausgerichtete Regulierung dar.

Die Regulierung ist ein Trend, der die Finanzindustrie noch über Jahre beschäftigen wird²⁹⁷. Namentlich bei der Regulierung der Produktdokumentation handelt es sich um ein *Moving Target*²⁹⁸. Mit zunehmender Regulierung dürften auch der damit verbunden administrative

²⁷⁸ JEAN-MARC SCHALLER, Der Einsatz von strukturierten Produkten in der Vermögensverwaltung, Recht 4/2012, 114 f.

²⁷⁹ RAINER BAISCH/ROLF WEBER, Prophylaxe durch Transparenz, in: Sethe/Hens/von der Crone (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich 2013, 189.

²⁸⁰ Art. 16 Abs. 1 E-FIDLEG; vgl. FINMA-Vertriebsregeln 2012 (FN 273), 16.

²⁸¹ Art. 14 Abs. 1 E-FIDLEG.

²⁸² Art. 14 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁸³ Art. 8 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁸⁴ Art. 9 E-FIDLEG.

²⁸⁵ Art. 10 Abs. 1 E-FIDLEG.

²⁸⁶ Art. 18 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁸⁷ Art. 19–21 E-FIDLEG.

²⁸⁸ Art. 22 E-FIDLEG.

²⁸⁹ Art. 22 E-FIDLEG *e contrario*.

²⁹⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 175), 54; Art. 15 E-FIDLEG.

²⁹¹ Art. 15 E-FIDLEG.

²⁹² Art. 71 Abs. 1 E-FIDLEG i.V.m. Art. 9 Abs. 4 E-FIDLEG; vgl. MARTIN BRENNCKE, Regelung der Werbung im Bank- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2013, 1215 ff. (=SSFM 110).

²⁹³ Art. 71 Abs. 2 E-FIDLEG.

²⁹⁴ Art. 71 Abs. 3 E-FIDLEG.

²⁹⁵ MARTIN JANSEN, Anlegerschutz – Das Monstrum bändigen, NZZ-Online, 26.6.2013, abrufbar unter: <<http://www.nzz.ch/das-monstrum-baendigen-1.18105324>> (besucht am 25.12.2015), 1; WERNER GRUNDLEHNER, Zahlreiche neue Regulatorien – Vermögensverwalter strafen Prognosen Lügen, NZZ-Online, 24.11.2014, abrufbar unter: <<http://www.nzz.ch/finanzen/vermoegensverwalter-strafen-prognosen-luegen-1.18431476>> (besucht am 25.12.2015), 1.

²⁹⁶ FLAVIO AMADÒ/GIOVANNI MOLO/RAFFAELE DE VECCHI, Die regulatorischen und zivilrechtlichen Aspekte des FIDLEG-Projekts: eine kritische Auseinandersetzung, AJP 2013, 1784 f.; BÖSCH/KRAMER (FN 223), 250 f.; JAN FLÜCKIGER, Zukunft des Finanzplatzes – Widmer Schlumpf vor schwieriger Besetzung der Expertengruppe, NZZ-Online, 26.9.2013, abrufbar unter: <<http://www.nzz.ch/schweiz/widmer-schlumpf-vor-schwieriger-besetzung-der-expertengruppe-1.18156644>> (besucht am 25.12.2015), 1.

²⁹⁷ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 11.

²⁹⁸ SUSAN EMMENEGGER/RAHEL GOOD, Anlegerschutz in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung, in: Sethe/Hens/von der Cro-

Aufwand und die Kosten ansteigen, wobei die Vermeidung von Bürokratisierung und Ineffizienzen eine grosse Herausforderung sein wird²⁹⁹. Nicht zuletzt wird die zunehmende Regulierung in der Finanzindustrie zu einer weiteren Konsolidierung und Erhöhung der Eintrittsbarrieren führen, was der Markteffizienz aus ökonomischer Sicht tendenziell abträglich ist.

Im Zusammenhang mit dem andauernden Globalisierungstrend ist betreffend die regulatorischen Rahmenbedingungen aus Sicht der schweizerischen Finanzindustrie nach wie vor ein umfassender EU-Marktzugang erstrebenswert. Dabei steht die Schweizer Regulierung in einem Spannungsverhältnis zwischen schweizerischer Praktikabilität und der Gleichwertigkeit zu der vergleichsweise formalistischen und umfangreicheren EU-Regulierung³⁰⁰.

Aus wissenschaftlicher Sicht erfordert die neue Regulierung eine Überarbeitung oder Neugestaltung einschlägiger Kommentare und der weiteren Fachliteratur. In der betrieblichen Praxis wird die Implementierung der neuen Regeln teils befristet, teils auf Dauer grosse Ressourcen in Anspruch nehmen. Insbesondere müssen regulatorisches Fachwissen und an die Regulierung angepasste Prozesse erweitert oder neu aufgebaut werden. Ausserdem werden sich Geschäftsleitung und Mitarbeiter von Finanzdienstleistern zum Thema Regulierung weiterbilden müssen.

Schliesslich wird beim Geschäft mit strukturierten Produkten die Digitalisierung und Automatisierung der Prozesse der Produktion und des Vertriebs (in Übereinstimmung mit den regulatorischen Anforderungen) auch in Zukunft immer wichtiger werden. Nebst der Weiterentwicklung existierender Produktions- und Vertriebsplattformen ist vor allem auf Innovationen und neue Geschäftsmodelle aus dem FinTech-Bereich zu hoffen.

ne et al. (Hrsg.), *Anlegerschutz im Finanzmarktrecht* kontrovers diskutiert, Zürich 2013, 122.

²⁹⁹ DIRK SPIEGEL/MARTA HOHNJEC, *Neue Finanzmarktarchitektur: Verschärfung der rechtlichen Rahmenbedingungen*, B2B 53/2015, 10; Erläuterungsbericht FIDLEG/FINIG (FN 222), 163 ff.

³⁰⁰ ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 190), 11.