



Thomas Jutzi / Janine Müller*

Inländische Exchange Traded Funds (ETF)

Überregulierung eines (fast) risikolosen Anlageinstruments?



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Begriff und Funktion
 1. Begriffsdefinition
 2. Elemente von ETF
 - 2.1 Primär- vs. Sekundärmarkt
 - 2.2 Aktive vs. passive Anlagestrategie
 3. Funktionsweise des sog. Creation Redemption Prozesses bei Plain Vanilla ETF
 - 3.1 Phase 1: Ausgabe und Rücknahme von Anteilen auf dem Primärmarkt
 - 3.2 Phase 2: Handel mit bestehenden Anteilen
 4. Vorteile des ETF als Hybrid
- III. Arten von ETF
 1. Plain Vanilla ETF
 - 1.1 Physische Replikation
 - 1.2 Parteien bzw. Teilnehmer sowie Vor- und Nachteile
 2. ETF 2.0
 - 2.1 Synthetische Replikation
 - 2.2 Parteien bzw. Teilnehmer sowie Vor- und Nachteile
 3. Auswahl exotischer ETF bzw. ETF 3.0
 - 3.1 Smart-Beta ETF
 - 3.2 Short und Leverage ETF
 - 3.3 Aktive ETF
- IV. Risiken von ETF
 1. Marktrisiken
 2. Ausfallrisiken
 3. Liquiditäts- und Strukturrisiken
 4. Risiken aus Wertpapierleihen
 5. Fazit
- V. Regulierung von ETF in der Schweiz
 1. Status quo
 - 1.1 Praxis der FINMA
 - 1.2 Praxis der SIX Swiss Exchange
 - 1.3 Praxis der BX Berne eXchange
 2. Rechtliche Zulässigkeit des Status quo?
 - 2.1 Unterstellung von ETF unter das KAG bzw. Genehmigungspflicht
 - 2.2 Bewilligungsfähigkeit von ETF
 - 2.3 Probleme bei der Ausgestaltung als offene kollektive Kapitalanlage

- 2.4 Würdigung der Praxis unter Berücksichtigung der Kompetenz der FINMA
3. Zulässigkeit des Status quo im Hinblick auf die Risiken?
4. Lösungsvorschläge de lege ferenda
- VI. Fazit und Ausblick

I. Einleitung

Exchange Traded Funds (ETF) stellen ein relativ neues Phänomen¹ dar, welches die Vorteile offener kollektiver Kapitalanlagen mit jenen des Börsenhandels kombiniert². Aufgrund ihrer grundsätzlich simplen Strategie, einen Index nachzubilden und somit eine kostengünstige passive Anlage zur Verfügung zu stellen, ist die Abkürzung ETF in den Medien vielfach auch mit den Begriffen «einfach-transparent-flexibel» gleichgesetzt worden³. In regula-

¹ Siehe zur Geschichte der ETF ERIC BALCHUNAS, *The institutional ETF toolbox, How institutions can understand and utilize the fast-growing world of ETFs*, Hoboken, New Jersey 2016, 38 ff.; CLAUD HECHER, *Anlegen wie die Profis mit ETFs*, 2. A., München 2015, 13 ff.; STEPHANIE E. LANG, *Exchange traded funds – Erfolgsgeschichte und Zukunftsaussichten*, Globaler Überblick und nationale Analyse der Struktur, Performance, steuerlichen Behandlung und Marktgegebenheiten von ETFs, Diss. Regensburg, Duisburg 2009, 6 ff.; MATTHIAS KRAUTBAUER, *Aktive Investmentfonds und passive Exchange Traded Funds (ETF) am deutschen Kapitalmarkt, Wertentwicklung und Einbindung in das Portfoliomanagement aus Sicht institutioneller Investoren*, Diss. Berlin, Stuttgart 2015, 45 ff.; MEI-YUEH HUANG/JUN-BIAO LIN, *Do ETFs provide effective international diversification?*, *Research in International Business and Finance* 25/2011, 335 ff., 336; ALBERT GNAND, *Exchange Traded Funds kommen nach Europa*, *Private* 3/2011, 34; SIX SWISS EXCHANGE (Hrsg.), *Exchange Newsletter, Jubiläumsausgabe 10 Jahre ETFs*, September 2010 (zit. *Exchange Newsletter Jubiläumsausgabe*), passim.

² In ETF zu investieren, ist stark im Trend: Am 8. August 2017 waren an der SIX Swiss Exchange 1'292 ETF kotiert, die einen Umsatz von MCHF 95'278 aufweisen (<https://www.six-swiss-exchange.com/funds/trading/market_activity_de.html>) und von 24 Produktanbietern stammen (<https://www.six-swiss-exchange.com/funds/etf/productprovider_list_de.html>). Dies ist umso beeindruckender, wenn man die ETF-Entwicklung an der SIX berücksichtigt: So waren im Jahr 2001 gerade 10 ETF kotiert, die einen Umsatz von MCHF 2'940 generierten, siehe SIX SWISS EXCHANGE (Hrsg.), *ETF Quarterly Statistics*, 2. Quartal 2016, 5. Siehe auch *Exchange Newsletter Jubiläumsausgabe* (FN 1), 3.

³ Trotzdem handelt es sich bei ETF nicht um ein Instrument der breiten Masse. Siehe zum Anlageverhalten von Deutschschweizern im Jahr 2014 generell: ETF AMBASSADORS (Hrsg.), *Umfrage zum Anla-*

* Prof. Dr. iur. Thomas Jutzi, Rechtsanwalt, LL.M., Ordinarius für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern und MLaw Janine Müller, Rechtsanwältin, wissenschaftliche Assistentin am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern. Die Autoren danken MLaw Fabian Eisenberger, Rechtsanwalt und MLaw Andrea Fehlmann für die kritische Durchsicht und wertvollen Hinweise.

torischer Hinsicht bestehen allerdings einige Unklarheiten. So stellt sich einerseits die Frage, ob ETF überhaupt der Legaldefinition einer kollektiven Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 Kollektivanlagengesetz (KAG) entsprechen und damit diesem Gesetz unterstellt sind, andererseits ist auch strittig, ob sich der in der Praxis gewährte Anlegerschutz rechtfertigt,⁴ handelt es sich doch gemäss den Werbenden um ein (fast) risikoloses Fondsprodukt. Dieser Beitrag widmet sich vorab dem Begriff und der Funktion von ETF. Weiter werden die unterschiedlichen Arten sowie die Risiken von ETF dargestellt. Schliesslich wird die Rechtslage in der Schweiz erörtert und insbesondere der Frage der Bewilligungsfähigkeit von ETF nachgegangen.

II. Begriff und Funktion

1. Begriffsdefinition

ETF sind eine Innovation des Marktes und kennen deshalb in der Schweiz keine Legaldefinition;⁵ aus dem Begriff Exchange Traded Fund geht lediglich hervor, dass es sich um einen börsengehandelten Fonds handeln muss.⁶ Aufgrund der Zulassungspraxis der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FINMA) von schweizerischen und in oder von der Schweiz aus zum Vertrieb zugelassenen ausländischen ETF können trotzdem einige ETF-typische Elemente identifiziert werden: Bei ETF handelt es sich nach allgemeinem (europäischen⁷) Verständnis um (i) offene kollektive Kapitalanlagen, die (ii) börsenkotiert sind, (iii)

mindestens einen Market Maker⁸ beschäftigen sowie (iv) einen Index⁹ nachbilden, was (v) eine passive Vermögensverwaltung zur Folge hat.^{10,11}

2. Elemente von ETF

Um die Funktionsweise und den Erfolg von ETF nachvollziehen zu können, ist es notwendig, die Vor- und Nachteile (i) des Primär- und Sekundärmarktes sowie (ii) aktiver bzw. passiver Anlagestrategien zu betrachten.

2.1 Primär- vs. Sekundärmarkt

a. Primärmarkt und Sekundärmarkt im Allgemeinen

Wie bereits ausgeführt, handelt es sich bei ETF um offene kollektive Kapitalanlagen, die als solche den typischen Vor- und Nachteilen des Primär- und Sekundärmarktes unterliegen. Offene kollektive Kapitalanlagen gewähren die Rückgabe i.d.R. nur einmal täglich auf dem Primärmarkt; dies nicht zuletzt deshalb, weil jede Transaktion Veränderungen an den einzelnen Positionen des Fondsvermögens verursacht.¹² Die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen erfolgt aufgrund des Nettoinventarwerts

geverhalten in der Deutschschweiz, Eine Analyse von ETF Ambassadors, September 2014, passim. Lediglich 7% der Befragten gaben an, ETF als Anlageform zu nutzen, ETF Ambassadors (FN 3), 5. Die Umfrage ergab weiter, dass 48- bis 57-Jährige die typischen Nutzer von ETF sind, ETF Ambassadors (FN 3), 12 f. Ebenfalls ist auf die Studie der AXA INVESTMENT MANAGERS (Hrsg.), Fondswissen Schweiz, Bevölkerungsrepräsentative Studie Schweiz, Mai 2017 (zit. Fondswissen Schweiz), hinzuweisen; gemäss dieser interessieren sich 70% der Befragten nicht für das Thema Fondsanlagen, weil sie zu wenig Geld hierfür haben (35%) bzw. ihnen Fonds zu kompliziert sind (13%), 10. Nur gerade 20% der Befragten gaben an, überhaupt von ETF gehört zu haben, 17.

⁴ Das KAG bezweckt neben der Transparenz und der Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen hauptsächlich den Schutz der Anlegerinnen und Anleger, vgl. Art. 1 KAG.

⁵ Vgl. auch MARC GION WICKI, Der börsliche Handel mit Anlagefondsanteilen aus Sicht des Anlagefondsgesetzes, unter besonderer Berücksichtigung der Exchange-Traded Funds (ETF), Diss. Zürich 2003, 160 (=SSBR 75); SIMON SCHÄREN, Bewilligung und Genehmigung von Exchange Traded Funds (ETFs) gemäss Kollektivanlagengesetz (KAG), AJP 2012, 341 ff., 342; FINMA-Mitteilung 29 (2011) vom 21. September 2011, Kollektive Kapitalanlagen und Vertrieb / Märkte (zit. FINMA-Mitteilung 29), 3.

⁶ WICKI (FN 5), 160.

⁷ Siehe ebenfalls die Definition der ESMA (Hrsg.), Leitlinien für zuständige Behörden und OGAW-Verwaltungsgesellschaften, Leitlinien zu börsengehandelten Indexfonds (Exchange-Traded Funds, ETF) und anderen GAW-Themen, August 2014 (zit. ESMA-Leitlinien ETF), 4.

⁸ Vgl. zur Definition Art. 3 Abs. 4 BEHV, wonach Market Maker Effekthändler sind, die gewerbsmässig für eigene Rechnung kurzfristig mit Effekten handeln und öffentlich dauernd oder auf Anfrage Kurse für einzelne Effekten stellen.

⁹ Gemäss FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 4, ist der Index eine statistische Kennzahl, welche einen Korb voller bewerteter Finanzinstrumente wiedergibt. Unter Umständen sollen ETF aber auch die Weiterentwicklung eines Basiswerts (z.B. Gold) abbilden können. Ein Aktienindex will Aufschluss über die Entwicklung eines Aktienmarktes oder aber über einen Teil desselben geben, indem er als Referenzgrösse das Geschehen in dem entsprechenden Markt bzw. Marktsegment abbildet, vgl. MICHAEL FERBER, Indizes, denen die Investoren vertrauen, NZZ vom 27. März 2017, 26.

¹⁰ So auch FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 3. Siehe zu den einzelnen Elementen nachfolgend Kapitel II.2.

¹¹ Aus der Notwendigkeit der (schweizerischen) Börsenkotierung i.S.v. Art. 2 lit. f FinfraG lässt sich sodann ableiten, dass die ETF-Anteile entsprechend fungibel sein, mithin Effekten i.S.v. Art. 2 lit. b FinfraG darstellen müssen. Plain Vanilla ETF (vgl. dazu unten Kapitel III.1) qualifizieren im Übrigen nicht als Derivate, da sie einen Index direkt nachbilden; es handelt sich m.a.W. gerade nicht um einen Finanzkontrakt, dessen Preis von einem Index als Basiswert abgeleitet wird (vgl. zur Definition von Derivaten Art. 2 lit. c FinfraG i.V.m. Art. 2 Abs. 2 FinfraV). Bei synthetisch replizierenden ETF werden Swaps als derivative Finanzinstrumente nur zur Abbildung des Indexes eingesetzt; der an der Abbildung nicht partizipierende Retailanleger selbst erwirbt daher direkt kein Derivat. Siehe zu den Derivaten (und damit Swaps) noch BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, Art. 2 lit. a-c N 11 ff., insbesondere N 17. Anteile an kollektiven Kapitalanlagen fallen automatisch unter den Begriff der Effekten und können ihrerseits in forderungs- oder beteiligungsrechtliche Effekten investieren, Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz), BBl 2005 6395 (zit. Botschaft KAG), 6435; BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, Art. 2 lit. a-c N 16. Ob der Effektenbegriff des KAG und des FinfraG deckungsgleich sind, ist jedoch nicht geklärt, vgl. BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, Art. 2 lit. a-c N 16.

¹² ANDREAS HARRER, Exchange Traded Funds (ETFs), Eine ökonomische und rechtliche Analyse der Chancen, Risiken und Regulierungsmöglichkeiten im Investmentrecht, Diss. Augsburg 2015,

(sog. NAV), welcher sich pro Anteil aus dem Verkehrswert der Anlagen, vermindert um allfällige Verbindlichkeiten, dividiert durch die Anzahl der im Umlauf befindlichen Teile ergibt.¹³ Demgegenüber entspricht der Verkehrswert (äusserer Wert) bei an einer Börse gehandelten Anteilen dem Kurswert.¹⁴ Allerdings wird der NAV (innerer Wert) erst auf der Basis von Marktkursen ermittelt, die nach der für die Annahme von Aufträgen festgelegten Schlusszeit bezahlt wurden (sog. «Forward Pricing»¹⁵).¹⁶

Der Handel auf dem Sekundärmarkt birgt indes besondere Vorteile: Die Kotierung von Effekten zum Handel auf dem Sekundärmarkt erlaubt dem Emittenten in wirtschaftlicher Hinsicht Zugang zu einem geregelten, liquiden Markt, was die Kapitalbeschaffung vereinfacht. Für den Anleger bedeutet die Kotierung einen theoretisch jederzeit bereitstehenden Markt, an dem er seine Titel ohne grosse Kosten veräussern kann.¹⁷ Ferner stehen kotierte Produkte für eine höhere Transparenz.¹⁸

b. Sekundärmarkt: Problem des Forward Pricing und Lösung bei ETF

Die Preisfeststellung auf dem Primär- und Sekundärmarkt ist unterschiedlich ausgestaltet, was nicht unproblematisch ist: So ist das Forward Pricing auf dem Sekundärmarkt dafür verantwortlich, dass der Anleger den Wert der Anteile auf dem Primärmarkt im Zeitpunkt des Erwerbs noch nicht kennen kann, da sowohl Ausgabe- und Rücknahmepreis erst nach Abschluss der Berechnung des NAV zum Börsenschlusskurs desselben Tages feststehen.¹⁹ Dies

führt dazu, dass – ohne äussere Beeinflussung – der Börsenkurs selbstständig und damit abweichend vom inneren Wert der Anteile bestimmt wird.²⁰

Gerade weil bei ETF eine enge Verzahnung von Primär- und Sekundärmarkt stattfindet, und mehrere Arten von Anlegern an einem ETF beteiligt sind (wovon Publikumsanleger als sog. Retailanleger auf die Veräusserung am freien Markt angewiesen sind), gilt es, die Unterschiede der Preisfeststellung in Primär- und Sekundärmarkt zu minimieren.²¹ Auf dem Primärmarkt werden die Anteile grundsätzlich gleich wie die Anteile anderer kollektiver Kapitalanlagen bewertet – mit der Besonderheit, dass der NAV nicht in bar, sondern in der Auslieferung eines Effektenkorbs entrichtet wird.²² Die Verwaltungsstelle des ETF publiziert zu diesem Zweck täglich eine Liste mit den Angaben zur vorgeschriebenen Beschaffenheit der Effektenkörbe.²³ An der Börse werden demgegenüber die Preise grundsätzlich aufgrund Angebot und Nachfrage bestimmt. Da dieser Preis erheblich vom inneren Wert der Anteile abweichen kann, muss die Preisbildung in verschiedener Hinsicht unterstützt werden.²⁴ So wird einerseits mit dem indikativen Nettoinventarwert (sog. «iNAV») Transparenz bezüglich des inneren Werts geschaffen.²⁵ Der iNAV gibt den aktuellen Wert eines ETF-Anteils wieder, indem die im Fonds gehaltenen Wertpapiere mit den aktuellen Marktkursen multipliziert, die Verbindlichkeiten subtrahiert und durch die im Umlauf befindlichen ETF-Anteile dividiert werden.²⁷ Zudem kann durch einen Arbitragemechanismus eine enge Verknüpfung des Börsenpreises mit dem NAV hergestellt werden.²⁸ M.a.W. wird künstlich in das Börsengeschehen und die dortige Preisbildung eingegriffen, um zwischen Primär- und Sekundärmarkt eine aktive Liquiditäts- und

Baden-Baden 2016, 39 (=Schriften des Augsburg Center for Global Economic Law and Regulation 73).

¹³ Vgl. Art. 83 Abs. 2 KAG.

¹⁴ SFAMA Richtlinie für die Bewertung des Vermögens von kollektiven Kapitalanlagen und die Behandlung von Bewertungsfehlern bei offenen kollektiven Kapitalanlagen vom 20. Juni 2008 (Stand 25. August 2015) (zit. RL-SFAMA Bewertung), N 8.

¹⁵ Beim Forward Pricing wird m.a.W. das Vermögen der kollektiven Kapitalanlage zu Marktkursen berechnet, die nach der Schlusszeit bezahlt wurden. Siehe hierzu weiterführend statt vieler BSK KAG-BANDI/PAJER/FRIGO, Art. 83 N 14; ARMIN KÜHNE, Bewilligungspflicht gemäss Anlagefondsgesetz, Diss. Zürich 2002, 18 (dort FN 1) (=SSBR 66).

¹⁶ BSK KAG-BANDI/PAJER/FRIGO, Art. 83 N 14. RL-SFAMA Bewertung (FN 14), N 37 ff. Dieses Forward Pricing bezweckt, dass keine Informationsvorsprünge zulasten bestehender oder in der offenen kollektiven Kapitalanlage verbleibender Anleger ausgenutzt werden können, BSK KAG-BANDI/PAJER/FRIGO, Art. 83 N 14.

¹⁷ BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, Art. 2 lit. a-c N 30 f. Vgl. auch RICHARD C. MÜLLER, Die Investmentgesellschaft, Eine Untersuchung über die körperschaftlich organisierte kollektive Kapitalanlage unter besonderer Berücksichtigung des Bundesgesetzes über die Anlagefonds, Diss. St. Gallen, Zürich 2001, 202 f. (=SSHW 208).

¹⁸ Die Kotierung zeitigt überdies rechtliche Auswirkungen, indem zusätzliche Bedingungen bzw. Pflichten gemäss FinfraG und der Börse eingehalten werden müssen. Siehe hierzu statt vieler GILLES PITSCHEN, Börse und Unternehmen, Unternehmensverfassung von der Kotierung zur Dekotierung, Diss. Zürich 2013, Zürich 2014, 163 ff. (=SSHW 319) sowie SK-FinfraG-BORENS/BAUMANN, Art. 39 N 31.

¹⁹ CATRINA LUCHSINGER GÄHWILER, ETFs und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VII, Zürich, 2012, 23 ff., 25.

²⁰ LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 25; HARRER (FN 12), 37; MÜLLER (FN 17), 203. Tagesschwankungen an der Börse können nicht nutzbar gemacht werden, vgl. BSK KAG-BANDI/PAJER/FRIGO, Art. 83 N 14.

²¹ So auch WICKI (FN 5), 166. Die Beeinflussungsmechanismen sollen verhindern, dass weder ein massgeblicher Discount noch eine Prämie entstehen kann, vgl. MÜLLER (FN 17), 101. MATTHÄUS DEN OTTER, Investmentfonds, Grundlagen, Risiken, Chancen, 2. A., Zürich 2003, 74, weist darauf hin, dass der Anleger bei einer offenen kollektiven Kapitalanlage Anspruch auf Auszahlung des NAV habe; dies dürfe auch bei einem ETF nicht anders sein.

²² WICKI (FN 5), 167. Siehe auch Kapitel II.3.1.

²³ WICKI (FN 5), 167.

²⁴ WICKI (FN 5), 167; auch KÜHNE (FN 15), 180.

²⁵ Die SIX definiert den iNAV als «[...] eine für den ETF-Handel essenzielle Kenngrösse. Er ist der Näherungswert des fortlaufend berechneten Fondsvermögens und setzt sich aus den zu Marktpreisen bewerteten Einzelpositionen zusammen. Er wird während des Tages berechnet und in regelmässigen Abständen (in der Regel alle 15 Sekunden) via Vertriebskanäle veröffentlicht. Dies sorgt für transparente Preise», <https://www.six-swiss-exchange.com/issuers/products/funds/inav_de.html>. Der iNAV wird laufend in Echtzeit ermittelt und publiziert, vgl. WICKI (FN 5), 167.

²⁶ WICKI (FN 5), 167.

²⁷ KRAUTBAUER (FN 1), 63.

²⁸ WICKI (FN 5), 168. Siehe zur Funktionsweise der Arbitrage: HARRER (FN 12), 41 f.

Preissteuerung vorzunehmen:²⁹ Sog. «Market Maker» müssen laufend verbindliche Geld- und Briefkurse stellen, zu denen die Anleger ihre ETF-Anteile börslich kaufen oder verkaufen können.³⁰ Jeder ETF muss mindestens über einen Market Maker verfügen. Gemäss einer Richtlinie der Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA (SFAMA-RL) ist für die gesamte Handelszeit sicherzustellen, dass die Differenz zwischen dem iNAV und dem aktuellen Börsenkurs eine gewisse Bandbreite nicht übersteigt.^{31, 32}

2.2 Aktive vs. passive Anlagestrategie

a. Aktive und passive Anlagestrategie im Allgemeinen

Kollektive Kapitalanlagen können eine aktive oder eine passive Anlagestrategie verfolgen, wobei beiden Strategien Vor- und Nachteile inhärent sind: Bei aktiven Anlageinstrumenten wird versucht, eine bessere Performance als der jeweilige Vergleichsindex zu erreichen (bzw. dieses Marktsegment zu schlagen),³³ indem beispielsweise vermeintlich attraktive Wertpapiere ausgewählt und Kursverläufe prognostiziert werden; die Zusammensetzung dieser Wertpapiere wird laufend überprüft und gegebenenfalls abgeändert. Insbesondere infolge der hohen Verwaltungskosten gelingt diese bessere Performance aber nur in den wenigsten Fällen dauerhaft.³⁴ Bei passiven Anlageinstrumenten soll ein Vergleichsindex demgegenüber lediglich abgebildet werden. Aus diesem Grund besteht das Produkt aus von Anfang an bestimmten bzw. aus bestimmbar Basiswerten; der Manager greift grundsätzlich nicht aktiv in die Portfoliostruktur des Anlageprodukts ein.³⁵

Gerade weil aber passiv gemanagte kollektive Kapitalanlagen nur ein «Spiegelbild» eines Marktsegments darstellen, können sie den Markt nicht schlagen.

b. Strategie von ETF: Nachbildung eines Index

Plain Vanilla ETF³⁶ nutzen die Vorteile einer passiven Anlagestrategie gezielt aus: Sie orientieren sich an einem bestimmten Index³⁷ und versuchen, dessen Entwicklung (Preis- und Renditeperformance) möglichst umfassend abzubilden, indem sie das Anlagevermögen aus allen dem Index zugrunde liegenden Effekten in derselben Gewichtung zusammenstellen und zudem stetig der aktuellen Indexgewichtung anpassen.³⁸ Gerade weil sie die Rendite des Indexes nur zu erzielen, nicht aber zu übertreffen versuchen, handelt es sich um passiv verwaltete Vermögen mit einer klar definierten Anlagestrategie.³⁹ Die Verwaltungstätigkeit des zuständigen Organs bzw. der Fondsleitung beschränkt sich auf administrative Tätigkeiten, da die Anlageentscheide von speziell dafür konstruierten Computerprogrammen vorgenommen werden.⁴⁰ Zumal das Rendite-Risiko-Profil eines ETF vom jeweiligen Index bestimmt wird, kommt der Wahl des passenden Indexes bei der Anlageentscheidung entscheidende Bedeutung zu.^{41, 42}

Das Ziel, den Markt schlagen zu wollen, wird bei dieser Strategie nicht verfolgt», GERD KOMMER, Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs, Wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen, 4. A., Frankfurt am Main/New York 2015, 206.

²⁹ RAINER LANDERT, Fonds und andere Kollektivanlagen, Investmentfonds – die Idee besticht: Wegweiser für Fund- und Asset-Management-Profi: Schweizer Praxishandbuch, 3. A., Zürich 2015, 173.

³⁰ LANDERT (FN 29), 173; GNAND (FN 1), 34 f.

³¹ RL-SFAMA Bewertung (FN 14), N 43. Auch LANDERT (FN 29), 173; BSK KAG–BANDI/PAJER/FRIGO, Art. 83 N 14a. Diese maximale Abweichung zwischen Geld- und Briefkursen zum NAV wird in Art. 6.4 lit a Anhang G (Exchange Traded Funds) zur Weisung 3 (Handel) der SIX auf 2 % festgesetzt (plus/minus 1 % auf jeder Seite); vgl. BSK KAG–IFFLAND/REHM, Art. 67 N 8.

³² Grundsätzlich ist bei anderen kotierten kollektiven Kapitalanlagen kein Market Maker erforderlich, zumal den Anlegern die Möglichkeit verbleibt, ihre Anteile zum NAV auf dem Primärmarkt zu veräussern; wird dennoch ein solcher gestellt, kann gemäss Art. 108 Abs. 2 KR-SIX von gewissen Erfordernissen abgewichen werden, siehe BSK KAG–IFFLAND/REHM, Art. 67 N 6.

³³ HARRER (FN 12), 36 m.w.H. Gemäss den Erkenntnissen der Behavioral Finance verhalten sich Anleger häufig nicht rational, woraus Fehlbewertungen resultieren. Aktive Strategien, welche diese Fehlbewertungen verfolgen, sollen zu einer Outperformance führen, vgl. HARRER (FN 12), 97.

³⁴ HARRER (FN 12), 36 f. m.w.H. Siehe zum Rendite- und Kostenvergleich HARRER (FN 12), 68 ff. Siehe auch FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (Hrsg.), Sector Views 2017, 46 f.

³⁵ LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 24. M.a.W. handelt es sich um «Investieren auf der Basis einer betont langfristig ausgerichteten, strengen und disziplinierten Buy-and-Hold-Philosophie für ein systematisch und global diversifiziertes Portfolio, das ausschliesslich aus kostengünstigen Indexanlagen (Indexfonds, ETF) besteht.

³⁶ Bei den ersten ETF handelte es sich um sehr leicht verständliche und transparente Finanzprodukte, die lediglich einen Index 1:1 abzubilden versuchten und aufgrund dieser einfachen Struktur als sog. «Plain Vanilla ETF» bezeichnet werden, vgl. HARRER (FN 12), 105.

³⁷ LANDERT (FN 29), 173, weist darauf hin, dass der Zustand des Marktes vom Wertverlauf solcher Indizes abgeleitet werden kann. Vgl. zum Begriff des Indexes oben FN 9.

³⁸ WICKI (FN 5), 155, 162.

³⁹ WICKI (FN 5), 162. Siehe zu den Arten von ETF nachfolgend Kapitel III.

⁴⁰ WICKI (FN 5), 163.

⁴¹ HARRER (FN 12), 152.

⁴² Der «iShares SMI (CH)» ist ein ETF, welcher vollständig physisch repliziert und damit als Plain Vanilla ETF bezeichnet werden kann, siehe BLACKROCK (Hrsg.), KIID iShares SMI (CH) (zit. KIID iShares SMI (CH)), 1. Der Referenzindex (SMI) bietet Zugang zu den 20 der grössten und liquidesten Schweizer Unternehmen, welche rund 85 % des am Schweizer Aktienmarkt gehandelten Börsenkapitals repräsentieren, und eignet sich damit gut als Basiswert. Die Prüfung der Zusammensetzung des SMI erfolgt zweimal jährlich, vgl. <https://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/smi_de.html>. Als Beispiel auf internationaler Ebene kann der «iShares Core S&P 500 UCITS ETF» angeführt werden, der gemäss KIID ebenfalls angibt, in jene Aktienwerte anzulegen, aus denen sich der Referenzindex zusammensetzt – soweit dies möglich und machbar ist. Sein Referenzindex «S&P 500» misst, basierend auf Grösßen-, Liquiditäts- und Freefloat-Kriterien, die Wertentwicklung der 500 grössten Unternehmen (mithin von Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung) am US-Markt, BLACKROCK (Hrsg.), KIID iShares Core S&P 500 UCITS ETF (zit. KIID iShares Core S&P 500 UCITS ETF), 1.

3. Funktionsweise des sog. Creation Redemption Prozesses bei Plain Vanilla ETF

ETF basieren auf einem sog. Creation Redemption Prozess, der in zwei Phasen unterteilt werden kann. Diese Zweiteilung soll sicherstellen, dass der Börsenhandel der Anteile und der eigentliche Fondsbetrieb grundsätzlich voneinander unabhängig sind.

3.1 Phase 1: Ausgabe und Rücknahme von Anteilen auf dem Primärmarkt

Die Wahl der passiven Anlagestrategie führt dazu, dass der ETF gezwungen wird, möglichst wenig Kosten zu generieren: ETF bedürfen eines Prozesses, der u.a. die kostengünstige Verwaltung des Anlagevermögens sicherstellt, um die Indexentwicklung effizient nachbilden zu können.⁴³ Den ETF ist daher eigen, dass die Zusammenstellung des ETF-Portfolios nicht durch die Fondsleitung bzw. die SICAV selbst erfolgt, sondern durch die Authorized⁴⁴ Participants (AP), die Anteile auf dem Primärmarkt zeichnen; so ist der Bezug von Anteilen nur gegen Lieferung der dem entsprechenden Index zugrundeliegenden Effekten in der jeweils aktuellen Gewichtung möglich (sog. «payment in kind»)⁴⁵. Auch bei der Rückgabe von Anteilen erhält der AP einen Effektenkorb, der seiner Quote am Portfolio entspricht; aus diesem Grund muss die Fondsleitung bzw. SICAV weder um das Portfolio-Management bemüht sein, noch viel «Cash»-Anteil im Anlageportfolio sicherstellen, womit wiederum der Index besser abgebildet werden kann.⁴⁶ Das *payment in kind* führt dazu, dass die Ausgabe und Rücknahme nur in Paketen mit einer Mindestanzahl von Anteilen erfolgen kann (sog. «creation unit»)⁴⁷. Die so im Primärmarkt geschaffenen Anteile werden von den AP in grossen Mengen übernommen und dem Sekundärmarkt zugeführt, wo sie Angebots- und Nachfrageseite bedienen.⁴⁸

3.2 Phase 2: Handel mit bestehenden Anteilen

Abgesehen vom Erfordernis der tiefen Kosten, muss der ETF auch die Unterschiede in der Preisfeststellung im Primär- und Sekundärmarkt ausmerzen: Es bedarf eines Mechanismus, der sicherstellt, dass der im Börsenhandel erzielte Preis sich nahe am inneren Wert des Anlagevermögens orientiert, damit ein ETF überhaupt funktionieren kann: Dies gelingt einerseits durch die Schaffung von Transparenz, was die kontinuierliche Bewertung des Anlagevermögens in Echtzeit – und damit nicht nur am Ende eines Börsentages wie der NAV – zur Folge hat, andererseits durch die Schaffung von Arbitragemöglichkeiten, um eventuelle Unterschiede zwischen der Marktpreisbewertung und der Indexentwicklung auszugleichen (Market Maker⁴⁹).⁵⁰ Retailanleger werden, wie bereits aufgezeigt, auf den Sekundärmarkt verwiesen, wo sie die ETF-Anteile erwerben und abstossen können; im Gegensatz zum Primärmarkt existiert keine Mindestmenge – ein Anteil stellt eine handelbare Einheit dar.⁵¹ Da die Zusammensetzung des ETF täglich an die Gewichtung des Index angepasst wird, ist diese jederzeit bekannt und transparent.⁵²

4. Vorteile des ETF als Hybrid

Aus der Darstellung der Funktionsweise von ETF ergibt sich, dass diese zwar grundsätzlich als offene kollektive Kapitalanlagen ausgestaltet sind, da auf dem Primärmarkt ständig neue Anteile ausgegeben und zurückgenommen werden können – indes sind Ausgabe und Rücknahme der Anteile nur in grossen Mindeststückzahlen und *in kind* möglich.⁵³ Damit bleibt den (Retail-)Anlegern nur der börsliche Handel offen, wie dies für geschlossene kollektive Kapitalanlagen üblich ist.⁵⁴ ETF weisen daher eine hybride Struktur auf. Ein Vorteil gegenüber anderen Anlageinstrumenten stellt der vom ETF beauftragte Market Maker dar, der für hohe Liquidität auf dem Sekundärmarkt und somit für faire Preise für die Anleger zu sorgen hat.⁵⁵ ETF beseitigen auf diese Weise die beiden wesentlichen Nachteile üblicher Anlagefondsanteile auf dem Se-

⁴³ Vgl. zum Abschnitt WICKI (FN 5), 161.

⁴⁴ Authorized deshalb, weil die Zeichnung und Rückgabe von Anteilpaketen ein spezielles Konto bei der mit Ausgabe und Rücknahme betrauten Stelle des ETF erfordert, weshalb die Investoren mit der Fondsgesellschaft eine entsprechende vertragliche Vereinbarung haben müssen, WICKI (FN 5), 165.

⁴⁵ WICKI (FN 5), 164 m.w.H.; HARRER (FN 12), 40.

⁴⁶ WICKI (FN 5), 164 m.w.H. So auch zusammenfassend SCHÄREN (FN 5), 342.

⁴⁷ Falls diese Mindestanzahl nicht erreicht wird, muss eine prohibitive Ausgabe- bzw. Rücknahmekommission entrichtet werden – so sollen Retailanleger vom Primärmarkt ferngehalten und auf den Sekundärmarkt verwiesen werden, WICKI (FN 5), 164 f.

⁴⁸ Die Menge der sich auf dem Sekundärmarkt befindlichen Anteile wird durch den Bezug neuer Anteile auf dem Primärmarkt bei Nachfrageüberhang bzw. der Einlösung bei Angebotsüberhang bestimmt, WICKI (FN 5), 166. Siehe auch HARRER (FN 12), 40 ff. Weiterführend zur Funktionsweise auch GNAND (FN 1), 35.

⁴⁹ Die Begriffe Market Maker und AP dürfen daher nach der hier vertretenen Auffassung nicht als Synonym verwendet werden, da sich AP für das generelle Funktionieren verantwortlich zeichnen, wohingegen Market Maker die Unterschiede zwischen Börsenkurs und iNAV ausmerzen und so für zusätzliche Liquidität sorgen sollen. Grundsätzlich können Market Maker auch als AP fungieren, wenn sie vom ETF dazu verpflichtet und anerkannt wurden. AP können umgekehrt auch Market Maker-Funktionen übernehmen, sofern sie als Effektenhändler qualifizieren und als Market Maker anerkannt werden. In der Regel wird sich die Doppelfunktion aufgrund der engen Verflechtung der Prozesse anbieten.

⁵⁰ Vgl. dazu vorne Kapitel II.2.1.b.

⁵¹ WICKI (FN 5), 165.

⁵² KÜHNE (FN 15), 180.

⁵³ HARRER (FN 12), 38.

⁵⁴ LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 26.

⁵⁵ HARRER (FN 12), 38.

kundärmarkt: (i) das Forward Pricing und (ii) die daraus resultierende Abweichung des Börsenwerts vom NAV.⁵⁶

Die Kosten eines ETF sind geringer als diejenigen eines klassischen Fonds, was zum einen auf den liquiden Börsenhandel und zum anderen auf die fehlenden Kosten eines aktiven Managements zurückzuführen ist.⁵⁷ Aufgrund des Creation Redemption Prozesses muss der ETF bzw. der Fondsmanager nicht selbst tätig werden; diese Aufgabe wird von den im Handel spezialisierten AP/Market Makern wahrgenommen – von den geringeren Verwaltungs- und Handelskosten profitieren wiederum die Anleger.⁵⁸ Ferner sind ETF nicht nur aufgrund der Nachbildung eines Indexes transparent, sondern auch infolge der Veröffentlichung des iNAV, der den Anlegern jederzeit ermöglicht zu beurteilen, ob der Börsenkurs gerechtfertigt ist.⁵⁹ Beim Kauf und Verkauf auf dem Sekundärmarkt fallen zwar die üblichen Börsencourtagen an, hingegen sind die Verwaltungsgebühren eines ETF tiefer als jene anderer kollektiver Kapitalanlagen und weitere Kosten werden in der Regel nicht erhoben.⁶⁰ Der Erwerb von ETF ist für Retailanleger insofern preiswert, weil keine Ausgabe- oder Rückgabekommission auf dem Primärmarkt anfällt.⁶¹ Zudem sind die Transaktionskosten gering, weil diese nicht durch taktische Entscheidungen des Portfoliomanagers, sondern in erster Linie durch Veränderungen der Indexzusammensetzungen und Dividendenzahlungen der im Portfolio gehaltenen Aktien hervorgerufen werden.⁶² Ein internationaler ETF ist heute für weniger als 0,1 % an Ge-

bühren erhältlich; Smart-Beta-ETF⁶³ kosten zwischen 0,2 bis 0,5 %.^{64, 65}

Durch die Börsenkotierung von ETF wird m.a.W. ein Anlageinstrument geschaffen, das laufend zu seinem inneren Wert handelbar ist und auch Retailanlegern Zugang zu dieser Investitionsform verschafft.⁶⁶ Der Hauptunterschied zu anderen kollektiven Kapitalanlagen besteht also nicht in der Börsenkotierung per se, sondern in der «eigentümliche[n] Verknüpfung von fondstypischen Primärmarkt-Einstiegs- und Ausstiegsmechanismen für Grossanleger einerseits mit dem Sekundärmarkt (Börsenhandel) für die Kleinanleger andererseits».⁶⁷ Anleger von ETF sollen vom Prinzip «best of both worlds» profitieren, indem die Vorzüge von Aktien und Fonds vereint werden: Mit der Unterstellung unter das KAG verfügen ETF über einen erhöhten Anlegerschutz⁶⁸ bzw. «das Gütesiegel von Gesetz (KAG) und Aufsicht (FINMA)», als börsenkotierte Aktien sind die Anteile selbst innerhalb desselben Handelstages handelbar.⁶⁹

III. Arten von ETF

Die Strategie von ETF besteht darin, einen Index abzubilden. Die Replikation kann physisch oder synthetisch erfolgen, wobei beide Kategorien wiederum Subkategorien aufweisen. Bereits an dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass die Art der Replikation des Indexes das zentrale Unterscheidungskriterium zwischen den ursprünglichen Plain Vanilla ETF und den sog. «ETF 2.0» bildet.⁷⁰

⁵⁶ LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 25; auch BSK KAG-BANDI/PÄJER/FRIGO, Art. 83 N 14a.

⁵⁷ HARRER (FN 12), 38. Bei auf dem SMI basierenden ETF beträgt die jährliche Gesamtkostenquote ca. 0,20 %–0,35 % p.a., wohingegen aktiv verwaltete kollektive Kapitalanlagen eine Gesamtkostenquote von bis zu 5 % p.a. aufweisen, vgl. <<https://www.justetf.com/ch/how-to/smi-ETF.html>>; <<http://www.swissfunddata.ch/sfdpub/de/document/costs?max=10&offset=30&sort=terValue&order=desc>>. Siehe aber auch RINO BORINI, Kosten – ein sicherer Verlust, 10x10 – The ETF & ETP Newsletter 3/2014, 4, der im Jahr 2014 von einer durchschnittlichen Total Expense Ratio (TER) traditioneller Aktienfonds von 1.65 % ausging.

⁵⁸ HARRER (FN 12), 42; GNAND (FN 1), 35.

⁵⁹ HARRER (FN 12), 38 m.w.H. Diese Transparenz ist im Übrigen auch im Hinblick auf allfällige Retrozessionen relevant, siehe zur Verjährung Urteil des BGer 4A_508/2016 vom 16. Juni 2017 sowie CLAUDIA GABRIEL, Bundesgericht sorgt für Aufwind bei Indexanlagen, Kunden profitieren vom Retrozessionsentscheid – aber nicht immer, NZZ vom 6. Juli 2017, 29.

⁶⁰ GNAND (FN 1), 35; KÜHNE (FN 15), 180; Swiss Funds Association SFA (Hrsg.), SFA Broschüre ETF, Eine Finanzinnovation setzt sich durch (zit. SFA Broschüre ETF), 8 bzw. Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA (Hrsg.), SFAMA Broschüre Exchange Traded Funds und Indexfonds (zit. SFAMA Broschüre ETF), 6.

⁶¹ DEN OTTER (FN 21), 75.

⁶² SFA Broschüre ETF (FN 60), 8; SFAMA Broschüre ETF (FN 60), 6.

⁶³ Siehe zur Funktionsweise, welche für die erhöhten Kosten verantwortlich ist, nachfolgend Kapitel III.3.1.

⁶⁴ ANDREAS HOMBERGER, Wie klug Smart-Beta-ETF wirklich sind, Anleger träumen von der perfekten Anlagestrategie. Smart Beta ist es nicht, Finanz und Wirtschaft vom 13. August 2016, 20.

⁶⁵ Der Plain Vanilla ETF «iShares Core S&P 500 UCITS ETF» veranschlagt beispielsweise laufende Kosten von 0,07 %, vgl. KIID iShares Core S&P 500 UCITS ETF (FN 42), 2. Der schweizerische «iShares SMI (CH)» weist trotz seiner Plain Vanilla Konstruktion mit 0,35 % relativ hohe laufende Kosten auf, KIID iShares SMI (CH) (FN 42), 2.

⁶⁶ WICKI (FN 5), 161.

⁶⁷ DEN OTTER (FN 21), 74.

⁶⁸ Die Unterstellung führt bei vertraglichen Anlagefonds zur Bildung eines Sondervermögens, dessen Sachen und Rechte im Konkurs der Fondsleitung zugunsten der Anleger abgesondert werden, Art. 35 Abs. 1 KAG. Bei der SICAV haften die Teilvermögen grundsätzlich nur für eigene Verbindlichkeiten, Art. 94 Abs. 2 Satz 1 KAG. Ferner ist darauf hinzuweisen, dass die regulierten Anlageformen des KAG – abgesehen von der SICAF – als juristische Personen nicht besteuert werden, wenn sie keinen direkten Grundbesitz aufweisen, Art. 49 Abs. 2 DGB e contrario sowie Art. 20 Abs. 1 StHG e contrario.

⁶⁹ LANDERT (FN 29), 171. Vgl. auch MÜLLER (FN 17), 101; DEN OTTER (FN 21), 73.

⁷⁰ Letztgenannte ETF führten zu einer ersten Steigerung der Komplexität von ETF, da mit ihnen die synthetische Replikation eingeführt wurde. Vgl. HARRER (FN 12), 105 m.w.H. Während 2015/2016 in Europa das Angebot physisch replizierender ETF um 12 % zugenommen hat, hat das Angebot synthetisch replizierender ETF

1. Plain Vanilla ETF

1.1 Physische Replikation

Bei der physischen Replikation eines Indexes gilt die Faustregel: Je grösser und illiquider ein Index ist, desto weniger ist diese Methode aufgrund der notwendigen Replikationskosten zur Abbildung geeignet. Daher bietet sich diese Replikationsart vor allem zur Abbildung liquider Aktienindizes an.⁷¹ Wird der Referenzindex häufig angepasst, ist auch der Fonds gezwungen, sein Portfolio dem Index anzupassen bzw. umzuschichten, was schliesslich zu Performanceverlusten infolge der steigenden Transaktionskosten führen kann.⁷²

Bei der *Full-Replication-Methode* werden sämtliche Wertpapiere eines Indexes entsprechend ihrer Indexgewichtung erworben.⁷³ M.a.W. werden die im Index enthaltenen Titel gekauft, wobei die Gewichtung der Titel mit den Gewichtungen im Index übereinstimmt.⁷⁴ Anpassungen im Fondsportfolio werden somit grundsätzlich erst nötig, wenn sich die Zusammensetzung des Indexes oder die Gewichtung der Titel ändert.⁷⁵

Gerade weil die Full-Replication-Methode nur unter hohem Aufwand und Kosten möglich ist, bilden gewisse ETF nur die wichtigsten Titel eines Indexes nach (sog. «*Sampling-Methode*»⁷⁶). M.a.W. zielt die partielle Nachbildung des Indexes darauf ab, durch eine «Stichprobe» aus dem Wertepool das Anlagevolumen, die Transaktionskosten und den Verwaltungsaufwand weiter zu minimieren.⁷⁷ Der Wertmix wird dergestalt zusammengestellt, dass das Risiko möglicher Abweichungen zwischen ETF und Referenzindex (sog. «*Tracking Error*»⁷⁸) möglichst gering gehalten wird.⁷⁹ Bei der Wahl der Titel sind ebenfalls verschiedene Methoden möglich: So kann beispielsweise zwischen Stratified und Optimized Samplings unterschieden werden, wobei beide Methoden bestimmten

Grundsätzen⁸⁰ folgen und nicht zu einer willkürlichen, da im Ermessen der Fondsmanager liegenden Auswahl führen.⁸¹

1.2 Parteien bzw. Teilnehmer sowie Vor- und Nachteile

Bei Plain Vanilla ETF sind AP auf dem Primärmarkt an der Ausgabe und Rückgabe von Anteilen beteiligt, wobei beides *in kind* und in *creation units* erfolgt. Der Retailanleger kann erst auf dem Sekundärmarkt, dafür aber auch kleine Anteile am ETF gegen Geld erwerben. Für den ETF charakteristisch ist, dass diese Anleger mit dem ETF selbst nicht in Kontakt gelangen. Market Maker sollen für einen angemessenen Bid-Ask-Spread sorgen und so zur Funktionsweise beitragen. Plain Vanilla ETF stellen somit ein einfaches und transparentes System der kollektiven Kapitalanlage dar, indem lediglich ein Index nachgebildet wird. Da keine aktive Verwaltung notwendig ist und der ETF selbst die im Index befindlichen Werte nicht erwerben muss, kann mit vergleichsweise tieferen Kosten gerechnet werden. Der Nachteil von Plain Vanilla ETF besteht in der Tatsache, dass der Index – und damit der Markt – nicht geschlagen werden kann. Aus diesem Grund sind Indexfonds als langfristige Anlagemöglichkeit zu verstehen.

2. ETF 2.0

2.1 Synthetische Replikation

Die synthetische Replikation, die weiter in den Unfunded bzw. den Funded Swap ETF unterteilt werden kann, verfolgt eine andere Strategie zur Abbildung eines Indexes: Im Gegensatz zur physischen Replikation, bei welcher die Vermögenswerte eines Indexes gekauft werden, gehen die ETF bei der synthetischen⁸² Replikation in der Regel ein Swap-Geschäft⁸³ mit einer Bank ein.⁸⁴ M.a.W. wird bei der synthetischen Replikation auf alternative Anlageprodukte zurückgegriffen, um die Rendite des Indexes zu imitieren.⁸⁵ Während der ETF an der Entwicklung des Aktienindex teilnehmen kann, ohne diesen selbst im Bestand zu halten, kann die Bank ihr eigenes Risiko hinsichtlich dieses Indexes reduzieren, ohne den eigenen Bestand auflösen zu müssen.⁸⁶ Vorteile dieser Methode sind einerseits

demgegenüber um 11 % abgenommen, NEWS TICKER, Synthetische ETF, 10x10 – The ETF & ETP Newsletter 8/2016, 3.

⁷¹ HARALD KINATEDER, Produktspezifische Risiken von europäischen Exchange Traded Funds und Ansätze zur Risikominimierung, Kredit und Kapital 4/2012, 545 ff., 556.

⁷² KINATEDER (FN 71), 561.

⁷³ HARRER (FN 12), 42; LANDERT (FN 29), 174; BLACKROCK/iSHARES (Hrsg.), ETP Due Diligence, A framework to help investors select the right European Exchange traded products (ETPs), 2016, 11 f.

⁷⁴ KRAUTBAUER (FN 1), 52.

⁷⁵ KRAUTBAUER (FN 1), 52.

⁷⁶ HARRER (FN 12), 42; LANDERT (FN 29), 174.

⁷⁷ LANG (FN 1), 89.

⁷⁸ Der Tracking Error (TE) ist ein Mass für die Qualität der Indexnachbildung: je höher der TE, desto schlechter die Indexnachbildung, vgl. MAX LÜSCHER-MARTY, Theorie und Praxis der Geldanlage, Band 1: Traditionelle Investments und Fundamentalanalyse, Zürich 2012, 452. Siehe zur Berechnung der Performance und des TE BlackRock/iShares (FN 73), 26 ff.

⁷⁹ LANDERT (FN 29), 174. Gemäss LÜSCHER-MARTY (FN 78), 452 ff., gilt es zudem, zwischen der unvollständigen Nachbildung – als eigentliche Sampling-Methode –, der repräsentativen und der optimierten Sampling-Methode zu unterscheiden.

⁸⁰ Im ersten Fall handelt es sich um Gütekriterien wie Marktkapitalisierung, Value- oder Growth-Titel etc., im zweiten Fall um statistisch-mathematische Ansätze.

⁸¹ Vgl. LANG (FN 1), 90.

⁸² Kritisch zum Begriff «synthetisch» BlackRock/iShares (FN 73), 11.

⁸³ Als Swap wird ein unbedingtes, symmetrisches Termingeschäft bezeichnet, bei welchem sich die Parteien zum Tausch von künftigen Zahlungen verpflichten, vgl. SUSANNE KRUSE, Aktien-, Zins- und Währungsderivate, Märkte, Einsatzmöglichkeiten, Bewertung und Risikoanalyse, Wiesbaden 2014, 140.

⁸⁴ HARRER (FN 12), 42.

⁸⁵ LANG (FN 1), 89.

⁸⁶ KRUSE (FN 83), 144.

die geringeren Kosten wie auch die exaktere Abbildung des Indexes,⁸⁷ andererseits aber auch die Investitionsmöglichkeiten in an sich schwer zugängliche Märkte und Anlageklassen.⁸⁸ Nachteile bilden die hinzukommenden Gegenparteirisiken sowie die weitere Komplexität.^{89, 90} Die synthetische Replikation erlaubt die Verwendung von inversen und gehebelten Anlagestrategien.⁹¹ Es ist darauf hinzuweisen, dass vermehrt alternative Index-Gewichtungsmethoden angewandt werden, womit sich bestimmte Risikofaktoren gezielt steuern lassen.^{92, 93}

Der ETF schliesst bei einem *Unfunded Swap ETF* mit einer oder mehreren Swap-Gegenparteien ein Swap-Geschäft ab; dabei investiert der ETF nicht in die dem Index zugrunde liegenden Wertpapiere, sondern erwirbt einen steueroptimierten Wertpapierkorb⁹⁴ im Umfang des Fondsvermögens von der Gegenpartei. Sodann tauscht der ETF die Performance seines Wertpapierkorbs täglich gegen jene des zu replizierenden Indexes (sog. «Total Return Swap»)⁹⁵; es werden also zwei Zahlungsströme getauscht, die an unterschiedliche Aktienindizes gekoppelt sind.⁹⁶ Für die Übernahme des Marktrisikos⁹⁷ erhält die Swap-Gegenpartei üblicherweise eine Vergütung.⁹⁸ Dem Wertpapierkorb des ETF kommt insofern eine Sicherungsfunktion für die Anleger für den Fall zu, dass die Swap-Gegenparteien nicht mehr in der Lage sind, ihren Swap-Verpflichtungen nachzukommen,⁹⁹ als dass die Anleger aus der Liquidation dieses Wertpapierkorbs entschädigt werden.^{100, 101}

Im Gegensatz dazu schliesst der *Funded Swap ETF* zwar ebenfalls ein oder mehrere Swap-Geschäfte ab, erwirbt jedoch keinen Wertpapierkorb, der in das Fondsvermögen übergeht – er erhält nur einen vollständig abgesicherten Swap (sog. «Fully Funded Swap»)¹⁰². M.a.W. investiert der ETF das von den Anlegern erhaltene Geld ausschliesslich in einen Swap.¹⁰³ Der ETF erhält eine Forderung auf den zu einem späteren Zeitpunkt zu bezahlenden gesamten Gegenwert des Indexes abzüglich Gebühren für den Swap.¹⁰⁴ Aufgrund dieser Funktionsweise spielt die Insolvenzgefahr der Gegenpartei eine entscheidende Rolle: In der Schweiz wird dieses Risiko für Effektenfonds und für übrige Fonds für traditionelle Anlagen auf max. 10 % des Fondsvermögens beschränkt, weshalb die Gegenpartei dauernd Sicherheiten im Wert von mind. 90 % bzw. 95 % des NAV des ETF hinterlegen muss – unklar ist allerdings, welcher Art die zu leistenden Sicherheiten sein müssen.¹⁰⁵

2.2 Parteien bzw. Teilnehmer sowie Vor- und Nachteile

Im Gegensatz zu Plain Vanilla ETF bedarf es bei ETF 2.0 einer weiteren Partei auf dem Primärmarkt; der Swap-Gegenpartei(en). Der ETF unterhält mit diesen und den AP vertragliche Beziehungen. AP und Swap-Gegenparteien stehen in keinem direkten Vertragsverhältnis. Dem Anleger steht wiederum nur der Einstieg über den Sekundärmarkt offen, welcher durch den Market Maker unterstützt wird.

Wie bereits ausgeführt, können mit der synthetischen Replikation Investitionen in nicht leicht abbildbare Indizes getätigt werden. Allerdings birgt die Replikation selbst einige Risiken, zumal Swap-Gegenparteien beteiligt sind. Für den Anleger wird die Funktionsweise zunehmend intransparent, da das Collateral Basket und der eigentlich abgebildete Index nicht übereinstimmen sowie sogar mehrere Gegenparteien involviert sein können.

3. Auswahl exotischer ETF bzw. ETF 3.0

Neben Plain Vanilla ETF und ETF 2.0 gibt es exotische ETF: Diese ETF weichen von der (passiven) Grundidee der 1:1 Nachbildung eines Werts oder Indexes ab, indem sie versuchen, (aktiv)¹⁰⁶ eine Outperformance gegenüber einem relevanten Benchmark zu erreichen.¹⁰⁷ Die nachfolgend aufgezeigten exotischen ETF, die als ETF der drit-

⁸⁷ Der TE entspricht hier den dem ETF belasteten Gebühren, vgl. LÜSCHER-MARTY (FN 78), 453. Zudem bestehen geringe Transaktionskosten, da nicht eine Vielzahl von Einzelwerten erworben werden muss, KRAUTBAUER (FN 1), 55. Vgl. auch LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 34.

⁸⁸ HARRER (FN 12), 43; LÜSCHER-MARTY (FN 78), 453.

⁸⁹ BlackRock/iShares (FN 73), 12. BARBARA KALHAMMER, Wenn der Schein trügt, 10x10 – The ETF & ETP Plattform vom 10. Mai 2013, 1 (<<http://www.10x10.ch/wenn-der-schein-truegt/>>).

⁹⁰ Hier wird ein Cash Creation Redemption Prozess angewendet; siehe zur Funktionsweise BlackRock/iShares (FN 73), 37.

⁹¹ KINATEDER (FN 71), 547. Siehe zu diesen Strategien Kapitel III.3.2.

⁹² LANDERT (FN 29), 172, 168 f.

⁹³ Siehe zum Creation Redemption Prozess bei synthetischen ETF LANG (FN 1), 124 ff.

⁹⁴ Die Zusammensetzung dieses Korbs muss sich dabei nicht am Zielindex orientieren und kann aus gänzlich anderen Wertpapieren bestehen.

⁹⁵ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 4; BlackRock/iShares (FN 73), 14.

⁹⁶ KRUSE (FN 83), 140.

⁹⁷ Vgl. nachfolgend Kapitel IV.1.

⁹⁸ HARRER (FN 12), 123.

⁹⁹ D.h. sie können die Rendite des Referenzindex nicht mehr täglich liefern, vgl. KOMMER (FN 35), 218.

¹⁰⁰ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 7; LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 33 m.w.H.

¹⁰¹ HARRER (FN 12), 43, nennt folgendes Beispiel: «Ein synthetischer DAX-ETF investiert bspw. das von den Anlegern erhaltene Geld nicht in die 30 DAX-Werte, sondern in beliebig andere Wertpapiere, meist in liquide Aktien oder Anleihen (sog. Unbesicherter bzw. Unfunded Swap-ETF) und zu einem kleinen Teil in einen Swap. Durch den Swap verpflichtet sich der ETF dazu, die Performance dieses Wertpapierkorbs an die Bank zu zahlen. Umgekehrt erhält er von der Bank die Performance des DAX-Index. Die Bank als Swap-

Partner übernimmt somit das Risiko der Kursentwicklung des Index, das sie wiederum intern absichert».

¹⁰² BlackRock/iShares (FN 73), 14; FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 4 f.

¹⁰³ HARRER (FN 12), 43.

¹⁰⁴ LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 35.

¹⁰⁵ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 4 f. Siehe für die EU: KINATEDER (FN 71), 547 ff.

¹⁰⁶ Siehe zur Unterscheidung indirekt und direkt aktiv gemanagter ETF LANDERT (FN 29), 171 f.

¹⁰⁷ HARRER (FN 12), 44; LANDERT (FN 29), 170.

ten Generation (ETF 3.0) bezeichnet werden können,¹⁰⁸ haben keinen linearen Verlauf, wie der Index, auf dem sie (vage) basieren, womit die Gefahr besteht, dass sich Anleger über die effektive Renditeerwartung täuschen können; weiter sind auch weder die Portfoliozusammensetzung noch sämtliche Einflussfaktoren transparent, was den Anlegern verunmöglicht, die Wertentwicklung des abgebildeten Indexes nachzuvollziehen.¹⁰⁹ Da die Transparenz leidet, sind die Anleger entweder bestmöglich über die Produkteigenschaften aufzuklären oder differenzierte Produktregulierungen in Erwägung zu ziehen.¹¹⁰ Hingegen können neue Varianten von ETF auch dazu führen, dass die Risiken auf dem Markt besser verteilt werden und auf diese Weise zu einem vollkommenen Kapitalmarkt beitragen.¹¹¹

Nachfolgend wird kurz auf die Besonderheiten der Smart-Beta-ETF, Short und Leverage ETF sowie auf jene der sog. aktiven ETF hingewiesen.

3.1 Smart-Beta ETF

a. Funktionsweise

Bei Smart-Beta¹¹² ETF wird versucht, den Index mit einem bestimmten Faktor oder einer Strategie nicht nur abzubilden,¹¹³ sondern zu einer Outperformance zu gelangen.^{114, 115} Im Gegensatz zu den klassischen aktiv verwalteten Fonds erfolgt die Gewichtung der einzelnen Werte rein mechanisch nach festen Regeln und die Pro-

dukte sind daher deutlich günstiger.¹¹⁶ Allerdings weisen Smart-Beta ETF einen hohen TE auf, verursachen mehr Kosten als passive ETF und sind aufgrund ihrer Strategie wesentlich komplexer als diese.¹¹⁷ Der Begriff Smart-Beta steht in der Kritik, da die Vorstellung, dass der ETF in jedem Fall zu einer Outperformance führen wird, nicht zutreffen kann: Nicht alle Strategien, die diesen ETF zugrunde liegen, sind per se smart¹¹⁸ – «outperformance is a bonus».^{119, 120} Smart-Beta ETF machen dennoch bereits einen Viertel des ETF-Marktes aus.¹²¹

b. Parteien bzw. Teilnehmer sowie Vor- und Nachteile

Abhängig von der Replikationsart kann auf die Ausführungen zu Plain Vanilla ETF bzw. ETF 2.0 verwiesen werden. Bei Smart-Beta ETF gibt es keine zusätzlichen Parteien; der Unterschied zu Plain Vanilla ETF besteht in der zusätzlichen Gewichtung bzw. Strategie.

Mit Smart-Beta ETF wird versucht, der Limitiertheit von Plain Vanilla ETF zu begegnen, indem eine Outperformance angestrebt wird. Ein Vorteil dieser Variante im Vergleich zu anderen kollektiven Kapitalanlagen besteht in den tieferen Kosten¹²², da die Strategie bzw. die Umsetzung mechanisch erfolgt. Nachteilig sind indes die im Vergleich zu Plain Vanilla ETF höheren Kosten sowie der (möglicherweise) irreführende Begriff «smart».

¹⁰⁸ HARRER (FN 12), 105.

¹⁰⁹ HARRER (FN 12), 121.

¹¹⁰ HARRER (FN 12), 122. Siehe hierzu nachfolgend Kapitel V.4.

¹¹¹ HARRER (FN 12), 106. So auch allgemein zur Einführung von ETF ANNA AGAPOVA, Conventional mutual index funds versus exchange-traded funds, *Journal of Financial Markets* 2/2011, 323 ff., 341. Inwiefern es sich bei ETF 3.0 nach schweizerischer Rechtsauffassung überhaupt noch um Konstrukte handelt, welche die Bezeichnung «ETF» infolge ihres inhärenten Täuschungspotentials führen dürfen, wird in Kapitel V. thematisiert.

¹¹² Als Beta wird jener Teil der Fondspersformance bezeichnet, der nicht auf der Leistung eines Fondsmanagers beruht, sondern einzig aus der Markt- oder Indexbewegung resultiert.

¹¹³ Um ihr Ziel erreichen zu können, werden für Smart-Beta ETF in der Regel neue Indizes erfunden, welche von den gängigen marktwertgewichteten Indizes abweichen, so HARRER (FN 12), 99.

¹¹⁴ BALCHUNAS (FN 1), 191, führt diesbezüglich folgendes aus: «There's nothing new about investing like this. Active managers have been using these screens and tilts for years to generate alpha. The ETF industry just took them and turned them into beta by packing them into passively managed, low-cost ETF. In many ways, you could view smart beta as being like artificial intelligence – a robot version of an active manager but with passive rules and lower fees. Essentially, smart beta fills the wide chasm that has always existed between active and passive management». M.a.W. werden die Aktien solcher Fonds nicht nach dem Börsenwert bzw. der Marktkapitalisierung gewichtet, sondern nach Faktoren wie Firmenumsatz, Qualität oder Aktienkurs-Volatilität, vgl. ALEX HINDER, Smart-Beta-ETF wenig überzeugend, 10x10 – The ETF & ETP Newsletter 6/2016, 9, vgl. auch MORNINGSTAR (Hrsg.), *A Global Guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products*, September 2016 (zit. A Global Guide), 41.

¹¹⁵ BALCHUNAS (FN 1), 191.

¹¹⁶ HINDER (FN 114), 9.

¹¹⁷ HINDER (FN 114), 9; A Global Guide (FN 114), 3. Siehe zu den Kosten von anderen ETF oben Kapitel II.4.

¹¹⁸ MORNINGSTAR (Hrsg.), *A Global Guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products*, September 2014 (zit. A Global Guide 2014), 3.

¹¹⁹ BALCHUNAS (FN 1), 193; siehe auch HINDER (FN 114), 9. Als alternative Begriffe werden vorgeschlagen bzw. verwendet: «strategic beta», «advanced beta», «scientific beta», «alternative beta» sowie «factor based beta». Multi-Faktor-ETF, die mit einer Kombination von Faktoren versuchen, eine geglättete Wertentwicklung zu erreichen, stellen u.E. eine Subkategorie von Smart-Beta ETF dar und werden daher nicht weitergehend erläutert; vgl. auch A Global Guide 2014 (FN 118), 6.

¹²⁰ Zur wirtschaftlichen Bedeutung dieser Produkte siehe A Global Guide (FN 114), 3 ff., 18 ff. für Europa.

¹²¹ FRITZ PFIFFNER, Im Produkte-Dschungel, Anlageprodukte, NZZ am Sonntag vom 9. Oktober 2016, 9. Siehe zum Anteil von Smart bzw. Strategic Beta in Europa: VALERIO BASELLI, Strategic Beta in Europa, Aktuelle Trends bei Produkten und im Vertrieb, ETF-Analyse vom 4. August 2017, abrufbar unter <<http://www.morningstar.de/de/news/160434/strategic-beta-in-europa-aktuelle-trends-bei-produkten-und-im-vertrieb.aspx>>.

¹²² Auf amerikanischen Aktienindizes abbildende Smart-Beta-ETF weisen Kosten in der Höhe von 0,06 % («Schwab U.S. Large Cap Growth ETF») bis zu 1,52 % («VanEck Vectors High Income Infrastructure MLP ETF») auf, vgl. <<http://www.etf.com/channels/smart-beta-ETF>>. Durchschnittlich wird von Kosten von ca. 0,45 % ausgegangen, vgl. ETF GURU, Smart-Beta-Indizes auf Schweizer Aktien, 10x10 – The ETF & ETP Plattform vom 26. September 2016, 1 (<<http://www.10x10.ch/etf-guru-faktoren-index-gold-etf-schliessungen-spi-premia-index/>>).

3.2 Short und Leverage ETF

Während Short ETF den unterlegten Index invers abbilden und somit Gewinne bei sinkendem Indexverlauf erlauben sollen,¹²³ hebeln bzw. verstärken Leverage ETF die Entwicklung eines Indexes: So bilden Leverage ETF den Index nicht 1:1 ab, sondern multiplizieren die tägliche Indexrendite meist mit dem Faktor 2 oder 3.¹²⁴ Obschon der Faktor eine lineare Wertentwicklung suggeriert, sprechen zahlreiche Praxisbeispiele dagegen.¹²⁵ Beiden Produkten ist eigen, dass sie mit Wetten auf Indexbewegungen höhere Renditen ermöglichen¹²⁶ bzw. ein Portfolio absichern sollen,¹²⁷ indes handelt es sich um risikoreiche Strategien, da ebenso hohe Verluste in kürzester Zeit resultieren können.¹²⁸

Aufgrund ihrer typischerweise synthetischen Replikation kann betreffend Teilnehmer auf die Ausführung zu ETF 2.0 verwiesen werden. Bei Short und Leverage ETF gibt es keine zusätzlichen Parteien; der Unterschied zu Plain Vanilla ETF besteht in der zusätzlichen Gewichtung bzw. Strategie.

Short und Leverage ETF sind als Werkzeuge für den täglichen, kurzfristigen Handel ausgelegt und vervielfachen oder shorten jeweils nur die tägliche Entwicklung – für den längerfristigen Einsatz sind sie nicht geeignet.¹²⁹ Gerade deshalb sind aber auch hohe Renditen möglich, was als Vorteil gegenüber Plain Vanilla ETF gewertet werden kann.

3.3 Aktive ETF

Aktive ETF unterscheiden sich von Plain Vanilla ETF grundsätzlich dadurch, dass sie den zugrundeliegenden Index nicht einfach abbilden, sondern durch einen Fondsmanager bis zu 200 Aktien aktiv ausgewählt werden, deren Abbildung dann mittels der Full-Replication-Methode er-

folgt.¹³⁰ Der Fondsmanager kann die Zusammensetzung laufend ändern und versucht, auf Trends im Markt zu reagieren, um den Vergleichsindex zu schlagen.¹³¹ Aktive ETF gehen damit weiter als Smart-Beta ETF, die streng regelbasiert bestimmte Risikofaktoren übergewichten.¹³²

Aufgrund ihres Full-Replication Ansatzes zur «Replikation» kann betreffend Teilnehmer auf die Ausführung zu Plain Vanilla ETF verwiesen werden. Bei aktiven ETF gibt es keine zusätzlichen Parteien; der Unterschied zu Plain Vanilla ETF besteht in der zusätzlichen Verfolgung einer aktiven Strategie.

Problematisch am Konzept aktiver ETF ist unter anderem, dass die Fondsmanager in der Regel versuchen werden, ihre Strategie und Portfoliozusammensetzung geheim zu halten, was zu Intransparenz führt. Die Anleger können nicht nachvollziehen, ob der Preis des ETF den Wert des Sondervermögens akkurat widerspiegelt; zudem führt die Intransparenz auch zu Schwierigkeiten im Creation Redemption Prozess.¹³³ Die Gesamtkosten sind durch die aktive Verwaltung ferner höher als jene von Plain Vanilla ETF.¹³⁴ Ein Vorteil aktiver ETF ist in der Tatsache zu sehen, dass der Fondsmanager korrigierend eingreifen kann.

IV. Risiken von ETF

Nachdem dargelegt wurde, wie ein ETF funktioniert, bleibt zu prüfen, welche Risiken dieser populären Anlageform inhärent sind. Da ETF – abhängig von der Indexwahl – von einer breiten Diversifikation profitieren,¹³⁵ wird die Gefahr von Klumpenrisiken reduziert bzw. die Gefahr des Ausfalls einzelner vom ETF gehaltener Wertpapiere eingedämmt.¹³⁶ Weiter ist bei ETF-Anteilen infolge ihrer Börsenkotierung nicht davon auszugehen, dass

¹²³ LÜSCHER-MARTY (FN 78), 454; MICHAEL FERBER, Was Sie über Geldanlage wissen sollten, ein Wegweiser der Neuen Zürcher Zeitung für Privatanleger, 3. A., Zürich 2015, 191.

¹²⁴ FERBER (FN 123), 191. Zur Funktionsweise siehe allgemein HECHER (FN 1), 88 ff.; BALCHUNAS (FN 1), 310 ff. sowie ausführlich NARAT CHARUPAT/PETER MIU, The pricing and performance of leveraged exchange-traded funds, *Journal of Banking & Finance* 4/2011, 966 ff., passim. HARRER (FN 12), 114.

¹²⁵ HARRER (FN 12), 117.

¹²⁶ FERBER (FN 123), 191; HECHER (FN 1), 90 f.

¹²⁷ BALCHUNAS (FN 1), 309.

¹²⁸ So auch BALCHUNAS (FN 1), 309. Siehe zu den Risiken von Leverage ETF insbesondere ROBERT A. JARROW, Understanding the risk of leveraged ETFs, *Finance Research Letters* 7/2010, 135 ff., passim.

¹²⁹ HECHER (FN 1), 92 f.; FERBER (FN 123), 192; CHARUPAT/MIU (FN 124), 966 f. und 975. Über längere Zeiträume kann die Performance dieser ETF deutlich von dem zugrunde liegenden Index abweichen und einen gewissen Zufallseffekt bergen, siehe dazu HECHER (FN 1), 88; FERBER (FN 123), 192. Siehe zur längerfristigen Anlage und zum Hedging CAROL ALEXANDER/ANDREZA BARBOSA, Hedging index exchange traded funds, *Journal of Banking & Finance* 32/2008, 326 ff., passim. CHARUPAT/MIU (FN 124), 975, gehen von einer möglichen Halteperiode von einer Woche aus.

¹³⁰ HECHER (FN 1), 93 ff.

¹³¹ Medienmitteilung: SIX Swiss Exchange bietet neu auch aktiv verwaltete ETFs zum Handel an, 31. März 2014, 1. Siehe auch die Begriffsbestimmung «aktiv verwalteter OGAW-ETF» in ESMA-Leitlinien ETF (FN 7), 3.

¹³² HARRER (FN 12), 119. Siehe weitergehend zum Vergleich von aktiven und passiven ETF GERASIMOS G. ROMPOTIS, Actively vs. Passively Managed Exchange Traded Funds, *Aestimatio, The IEB International Journal of Finance* 6/2013, 116 ff., 134.

¹³³ HARRER (FN 12), 119 f.; WICKI (FN 5), 181 f.

¹³⁴ Der «Vanguard Global Momentum Factor UCITS ETF» geht beispielsweise von 0,22 % laufenden Kosten aus, vgl. <https://www.six-swiss-exchange.com/funds/security_info_de.html?id=IE00BYR0935CHF4>. Der ebenfalls an der SIX als aktiver ETF gehandelte «PIMCO Euro Short Maturity Source UCITS ETF» von 0,35 %, vgl. <https://www.six-swiss-exchange.com/funds/security_info_de.html?id=IE00B5ZR2157EUR4>. Auch hier wird wohl von einem durchschnittlichen Wert sämtlicher aktiver ETF von 0,45 % oder höher ausgegangen werden können, statt vieler STEFAN FRÖHLICH, Aktive ETF vs. Smart-Beta-ETF, 10x10 – The ETF & ETP Newsletter 3/2014, 13, der auf einen Wert von 0,45 % p.a. bei einem spezifischen ETF hinweist. Siehe zu den Kosten von Plain Vanilla ETF Kapitel II.4.

¹³⁵ Siehe hierzu HUANG/LIN (FN 1), passim.

¹³⁶ Vgl. auch HARRER (FN 12), 107 (dort FN 315).

ein Ausschluss vom Handel droht. Ferner ist zu beachten, dass sich durch die Abbildung eines Indexes nur kotierte Wertpapiere im Fondsvermögen befinden, deren Emittenten den Ad-hoc-Publizitätsvorschriften unterstehen. Der Vorteil von Plain Vanilla ETF besteht letztlich darin, dass infolge der klaren Strategie Informationsasymmetrien abgebaut werden können und der Anleger besser vor intransparenten Geschäftsmodellen geschützt wird.¹³⁷ Die (verbleibenden) Risiken von ETF können damit – wie bei allen Kapitalanlagen – grundsätzlich in Markt-, Ausfall- und Liquiditätsrisiken eingeteilt werden.^{138, 139}

1. Marktrisiken

Unter das Marktrisiko fallen bei (Aktien-)ETF die Risiken des Gesamtmarktes: Dieser hängt von der politischen bzw. wirtschaftlichen Lage und der Stimmung (sog. «Behavioral Finance») ab und kann eine Inflation zur Folge haben (sog. «Abwertungsrisiko»)¹⁴⁰. Da ETF zu 100 % im Markt investiert sind, sind sie im Fall einer Börsenbaisse den sinkenden Kursen vollständig ausgeliefert:¹⁴¹ Gerade weil das Management (bei Plain Vanilla ETF, ETF 2.0 und einigen ETF 3.0) nicht absichernd eingreifen darf, ist der Anleger einem höheren Verlustrisiko ausgesetzt, zumal er aufgrund seiner Indexorientiertheit im Vergleich zum Gesamtmarkt einem zusätzlichen Konzentrationsrisiko ausgesetzt ist.¹⁴² Bei mit Swaps replizierenden ETF kann das Marktrisikopotential über das reine Indexrisiko hinaus ansteigen und sich im Extremfall verdoppeln.¹⁴³ Weiter zu beachten ist das Währungsrisiko, sofern der ETF einen Index nachbildet, der Vermögenswerte mit anderen Währungen beinhaltet.¹⁴⁴

2. Ausfallrisiken

Das Ausfallrisiko kann weiter in Emittenten- und Kontrahentenrisiken unterteilt werden:¹⁴⁵ Zumal ETF heute faktisch dem KAG unterstellt und bei vertraglichen Anlagefonds die Kollektivvermögen als Sondervermögen rechtlich vom Emittenten getrennt sind, bestehen grundsätzlich keine Emittentenrisiken; *Plain Vanilla ETF* haben zudem keine Kontrahentenrisiken zu gewärtigen.¹⁴⁶ Bei als SICAV ausgestalteten ETF ist darauf hinzuweisen, dass ein gewisses Emittentenrisiko wegen der gesellschafts-

rechtlich ausgestalteten Struktur besteht, dieses jedoch infolge der Abstützung auf einen Index gering sein dürfte.

Bei *synthetisch replizierenden ETF* ergeben sich demgegenüber zusätzliche Risiken aus den Swap-Geschäften, da der ETF diesbezüglich ein uneingeschränktes Emittenten- bzw. Gegenparteienrisiko trägt.¹⁴⁷ Es besteht die potentielle Gefahr, dass der Anleger einen Verlust erleidet, wenn die Swap-Gegenpartei die Zahlungsverpflichtung nur unzureichend erfüllt.^{148, 149} Beim Fully Funded Swap ETF ist der Wert des Swaps nicht mehr auf 10 % des Fondsvermögens beschränkt, da der ETF das gesamte Geld der Anleger in einen Swap investiert.¹⁵⁰ Wie bereits ausgeführt, hat die Swap-Gegenpartei deshalb Sicherheiten in einem getrennten Sondervermögen der Depotbank des ETF oder bei einem von der Depotbank bestellten Treuhänder zu hinterlegen. Diese Sicherheiten sind – im Gegensatz zum Wertpapierkorb – ausserhalb des Sondervermögens¹⁵¹ und können so von der Swap-Gegenpartei besser verwaltet werden.¹⁵² Obschon im Insolvenzfall der Swap-Gegenpartei die Sicherheiten zugunsten des ETF verwertet werden, besteht bei einem zu 100 % besicherten Swap die Gefahr, dass diese Sicherheiten nicht ausreichen.¹⁵³

3. Liquiditäts- und Strukturrisiken

Das *Liquiditätsrisiko* drückt das Risiko aus, eine Anlage nicht schnell genug verwerten zu können, um einen Verlust zu vermeiden bzw. einen Gewinn zu erzielen.¹⁵⁴ Bei ETF ist dabei zwischen dem Handel auf dem Primär- und Sekundärmarkt zu differenzieren; aufgrund der Market Maker und des iNAV sind hohe Bid-Ask-Spreads unwahrscheinlich und das Liquiditätsrisiko in der Regel gering.¹⁵⁵ Einzig bei Fully Funded Swap ETF besteht die

¹³⁷ Siehe zur Frage, ob nach schweizerischem Rechtsverständnis überhaupt Fremdverwaltung vorliegt Kapitel V.2.1.b.

¹³⁸ HARRER (FN 12), 107.

¹³⁹ Zu den systemischen Risiken von ETF siehe HARRER (FN 12), 140 ff.

¹⁴⁰ LANG (FN 1), 110; HARRER (FN 12), 107.

¹⁴¹ HARRER (FN 12), 107.

¹⁴² LANG (FN 1), 110. Siehe auch HARRER (FN 12), 157 f.

¹⁴³ KRAUTBAUER (FN 1), 55.

¹⁴⁴ HARRER (FN 12), 108.

¹⁴⁵ HARRER (FN 12), 107.

¹⁴⁶ HARRER (FN 12), 107.

¹⁴⁷ LANDERT (FN 29), 175; BlackRock/iShares (FN 73), 17. UCITS III begrenzt den Anteil der Swap-Vereinbarung und damit das Ausfallrisiko auf max. 10 % des Fondsvermögens, vgl. SFA Broschüre ETF (FN 60), 14; SFAMA Broschüre ETF (FN 60), 11 f. Siehe zu den Interessenkonflikten bei Swap-Konstruktionen HARRER (FN 12), 127 ff., zur Beurteilung des Kontrahenten- und Liquiditätsrisikos eingehend HARRER (FN 12), 130 ff.

¹⁴⁸ KRAUTBAUER (FN 1), 55.

¹⁴⁹ HARRER (FN 12), 124 f.: «Bei Abschluss der Swap-Transaktion beträgt der Marktwert des Swaps null, da der Wertpapierkorb den gleichen Wert hat wie der abzubildende Index. Falls die Wertentwicklung des Index besser ist als die Wertentwicklung des Wertpapierkorbs, hat der Swap einen positiven Wert und erst dann verwirklicht sich das Kontrahentenrisiko. Dieser Wert ist bei Ausfall des Swaps das maximale Risiko, um den der NAV des ETF sinken kann. Nach der OGAW-Richtlinie darf das Risiko aus OTC-gehandelten Derivaten höchstens einen Wert von 10 % des Fondsvermögens einnehmen».

¹⁵⁰ HARRER (FN 12), 125.

¹⁵¹ In Bezug auf die Ausgestaltung als vertraglichen Anlagefonds. Bei der SICAV losgelöst vom Gesellschafts- bzw. Teilvermögen.

¹⁵² HARRER (FN 12), 125 m.H. auf LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 36.

¹⁵³ HARRER (FN 12), 126.

¹⁵⁴ HARRER (FN 12), 108 f. m.w.H.

¹⁵⁵ Siehe dazu ausführlich HARRER (FN 12), 109. Vgl. auch ALEXANDER/BARBOSA (FN 129), 335; KINATEDER (FN 71), 558.

Gefahr, dass der zuständige Treuhänder die Sicherheiten nicht rechtzeitig verwerten bzw. dass der Zugriff erst verzögert erfolgen kann (sog. «Abwicklungsrisiko»¹⁵⁶

ETF tragen – je nach Ausgestaltung – auch Risiken im Zusammenhang mit der Art und Weise, wie der Index nachgebildet wird (sog. «Strukturrisiken»¹⁵⁷). Physisch replizierende ETF weisen grundsätzlich eine tiefe Komplexität und wenig Risiken auf, da sie die Bestandteile eines Indexes in verhältnismässigen Mengen halten und sich in einer hoch regulierten Fondstruktur befinden.¹⁵⁸ Da bei synthetischen ETF das effektive Portfolio vom Referenzindex komplett abweichende Wertpapiere enthalten kann, ist ihnen auch diesbezüglich ein grösseres Risiko inhärent.¹⁵⁹

4. Risiken aus Wertpapierleihen

Wertpapierleihen (sog. «Securities lending»¹⁶⁰) erfreuen sich grosser Beliebtheit, da die daraus erwirtschafteten Erträge zum Ausgleich von Verwaltungsgebühren und sonstigen Kosten beitragen.¹⁶¹ Die meisten ETF (sowohl physisch als auch synthetisch replizierende) tätigen Wertpapierleihen; sofern diese unter angemessenen Bedingungen ausgegeben werden, handelt es sich um eine low-risk Aktivität.¹⁶² Indes kann aber ein Liquiditätsproblem auftreten, wenn aufgrund dieser Wertpapierleihe – oder auch aufgrund einer Swap-Konstruktion – illiquide Sicherheiten anstelle des ursprünglichen Wertpapierkorbs verwahrt werden.¹⁶³ Verkaufen in turbulenten Börsenzeiten viele Anleger ihre Anteile am ETF, muss dieser seine Wertpapiere liquidieren, um die Anleger auszahlen zu können; hat der ETF nun aber diese Wertpapiere verliehen, kann er sie nicht verkaufen.¹⁶⁴ Sofern die Gegenpartei der Verpflichtung zur Rückübertragung der Wertpapiere nicht nachkommt, ist ihnen ein Kontrahentenrisiko inhärent.¹⁶⁵

¹⁵⁶ HARRER (FN 12), 126.

¹⁵⁷ LANDERT (FN 29), 175; BlackRock/iShares (FN 73), 17.

¹⁵⁸ BlackRock/iShares (FN 73), 17; HARRER (FN 12), 160.

¹⁵⁹ KINATEDER (FN 71), 562.

¹⁶⁰ Als Wertpapierleihe wird eine bilaterale Transaktion umschrieben, bei welcher der Verleiher dem Entleiher Wertpapiere gegen eine Gebühr überlässt (als eigentliches Sachdarlehen). Zwar fehlt dem Verleiher das Eigentum vorübergehend, er trägt aber weiterhin die Chancen und Risiken des übertragenen Wertpapiers. Der Entleiher kann demgegenüber mit der Wertpapierleihe meist den Lieferverpflichtungen aus einem Leerverkauf nachkommen, HARRER (FN 12), 134 f.

¹⁶¹ KINATEDER (FN 71), 557; HARRER (FN 12), 134.

¹⁶² BlackRock/iShares (FN 73), 50.

¹⁶³ HARRER (FN 12), 110. Siehe weiterführend HARRER (FN 12), 134 ff. Vgl. auch KINATEDER (FN 71), 552, 557.

¹⁶⁴ HARRER (FN 12), 137.

¹⁶⁵ HARRER (FN 12), 136.

5. Fazit

Obschon ETF da facto als Sondervermögen¹⁶⁶ und damit per se als risikoarme Anlageform gelten, können durch ihre spezielle Konstruktion dennoch gewisse Risiken entstehen.¹⁶⁷ Einerseits stellt sich die Frage, ob und in welchem Ausmass die Anleger vor diesen geschützt werden müssen.¹⁶⁸ Andererseits ist hinsichtlich der Common Ownership-Problematik zumindest fraglich, ob die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit und der Transparenz des Marktes durch ETF nicht tangiert wird.^{169, 170} Im Übrigen ist der Vollständigkeit halber auf das sog. «systemische Risiko» hinzuweisen, mithin auf die Gefahr, dass der Zusammenbruch eines Marktteilnehmers eine Kettenreaktion auslöst, auf andere Marktteilnehmer übergreift und damit letztlich den Zusammenbruch von Teilbereichen des Finanzsystems bewirken kann.¹⁷¹ Eine von ETF ausgehende Systemgefahr konnte indes noch nicht erwiesen werden.¹⁷²

¹⁶⁶ I.S. eines vertraglichen Anlagefonds.

¹⁶⁷ So auch KINATEDER (FN 71), 566.

¹⁶⁸ Da sich die Retailanleger nicht mit ETF auskennen – vgl. Fondswissen Schweiz (FN 3), 17 – ist auch nicht davon auszugehen, dass sie sich mit den spezifischen Risiken auseinandergesetzt haben. So wussten 53 % der anlässlich dieser Studie Befragten nicht, dass das Vermögen von Investmentfonds bei einer Insolvenz des Fondsanbieters geschützt wird; weitere 23 % machten zu dieser Aussage keine Angabe, vgl. Fondswissen Schweiz (FN 3), 16.

¹⁶⁹ Investieren verschiedene ETF in mehrere Unternehmen aus demselben Sektor, besteht die Gefahr, dass ein gemeinsames Interesse an einem möglichst schwachen Wettbewerb resultiert. Siehe hierzu auch BARBARA KALHAMMER, Ungenutzte Macht, 10x10 – The ETF & ETP Plattform vom 18. Oktober 2016, passim (<<http://www.10x10.ch/stimmrechte-ungenutzte-macht/>>); MONOPOLKOMMISSION (Hrsg.), Wettbewerb 2016, Einundzwanzigstes Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 GWB, N 641 ff., N 668 ff.; PETER ROHNER, Die passive Revolution, Finanz und Wirtschaft vom 24. Dezember 2016, 11 f. Die Autoren weisen darauf hin, dass die Kapitalallokation des Marktes verloren geht, da keine rationale Entscheidung mehr getroffen wird, wer das Kapital erhalten soll; statt vieler ROHNER (FN 169), 12; Interview mit RENAUD DE PLANTA, «Wachsende Gefahren des Indexierens», Finanz und Wirtschaft vom 21. Juni 2017, 11. Weiter wird die Transparenz des Marktes gefährdet, da Passivanlagen nur solange funktionieren, wie es genug aktive Anleger gibt, die dafür sorgen, dass die Märkte effizient bleiben, vgl. ROHNER (FN 169), 12; DE PLANTA (FN 169), 11. Siehe kritisch ROBERT MAYER, Warnung vor einer Börsen-«Lawine», Tages-Anzeiger vom 27. Juli 2017, 11. Siehe zur Markteffizienz THOMAS JUTZI, Unternehmenspublizität, Grundlinien einer rechtlichen Dogmatik zur Offenlegung von unternehmensbezogenen Informationen, Habil. Bern 2017, 86 ff.

¹⁷⁰ ETF stehen in der Kritik, ihre Anlegerrechte nicht genügend bzw. nur passiv auszuüben, weshalb eine gute Corporate Governance notwendig ist, vgl. DE PLANTA (FN 169), 11; CLAUDIA GABRIEL, Eine Stimme für das Publikum, NZZ am Samstag vom 20. Mai 2017, 12.

¹⁷¹ HARRER (FN 12), 140; DE PLANTA (FN 169), 11.

¹⁷² CLAUDIA GABRIEL, Die Suche nach Systemgefahr bei Anlagefonds geht weiter, Im Finanzstabilitäts-Bericht des Internationalen Währungsfonds (IMF) gebiert der Berg eine Maus, NZZ vom 9. April 2015, 25. Siehe aber auch HARRER (FN 12), 141 ff.

V. Regulierung von ETF in der Schweiz

1. Status quo

1.1 Praxis der FINMA

Die heute geltende Regulierung von ETF in der Schweiz beruht auf der Praxis der FINMA: Diese verfolgt bei ETF einen pragmatischen Ansatz: Bereits unter dem Anlagefondsgesetz (AFG) wurden von der damaligen Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) ETF als bewilligungspflichtig und -fähig erachtet;¹⁷³ obschon dies die Lehre zu Recht bereits unter dem AFG anzweifelte.¹⁷⁴ Die FINMA führte diesen Ansatz fort. Sie entschied sich zudem in ihrem *Jahresbericht 2010* in Anwendung von Art. 78 Abs. 4 KAG dazu,¹⁷⁵ die Sacheinlage und -ausgabe bei Publikumsfonds unter Einhaltung bestimmter Bedingungen¹⁷⁶ «jederzeit und nicht nur im Einzelfall zuzulassen».¹⁷⁷

In der *FINMA-Mitteilung 23 (2011)* vom 29. April 2011 äusserte sich die FINMA kurz zu den Genehmigungsvoraussetzungen für ETF.¹⁷⁸ Die FINMA führte aus, dass auch ein ETF die allgemeinen Genehmigungsvoraussetzungen nach KAG zu erfüllen habe und daher auch die gesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich Anlagepolitik und Risikoverteilung einhalten müsse. Die Qualifikation als ETF führe einzig dazu, dass zusätzliche Bedingungen betreffend Börsenkotierung und Market Making erfüllt sein müssten. Ausserdem sei es nicht möglich, von jenen Bestimmungen des KAG abzuweichen, die für offene kol-

lektive Kapitalanlagen für Publikumsanleger Geltung beanspruchen würden.¹⁷⁹

Nur kurze Zeit später, am 21. September 2011, publizierte die FINMA ihre *Mitteilung 29*, die sie vollumfänglich den ETF widmete.¹⁸⁰ Die FINMA wies die Bewilligungsträger darauf hin, dass ETF als offene kollektive Kapitalanlagen dem Anleger grundsätzlich ermöglichen müssten, seinen Anteil täglich zum Inventarwert auf dem Primärmarkt zurückzugeben. Aufgrund der notwendigen Börsenkotierung der ETF seien die Anteile aber auch am Sekundärmarkt veräusser- bzw. erwerbbar.¹⁸¹ Weiter äusserte sie sich zu den aufgrund ihrer Prüfung und Analyse von Funded Swap ETF festgestellten Probleme, wonach dieser ETF unter Umständen nicht die Merkmale von Art. 7 Abs. 1 KAG erfülle.¹⁸² Anders verhalte es sich bei klassischen ETF, bei welchen das Element der (Fremd-)Verwaltung damit begründet werden könne, dass das geschäftsführende Organ innerhalb der vorgegebenen Anlagepolitik über die Höhe der gehaltenen flüssigen Mittel und über den Zeitpunkt des Kaufs oder Verkaufs der im Index enthaltenen Anlagen entscheiden müsse.¹⁸³ Ferner äusserte sich die FINMA zur notwendigen Transparenz der Fondsdokumente schweizerischer ETF, wonach sowohl die verwendete Replikationsmethode als auch der entsprechende Index detailliert offengelegt werden müssen.¹⁸⁴ Für Unfunded Swap ETF wurde eine Sonderregelung eingeführt, aufgrund welcher diese in ihren Fondsdokumenten ihre Anlagepolitik in Bezug auf den Referenzwertpapierkorb ebenfalls offenlegen müssen.¹⁸⁵

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die FINMA für die Genehmigung eines ETF voraussetzt, dass dieser nicht nur (i) die allgemeinen Genehmigungsvoraussetzungen des KAG erfüllen, sondern (ii) ebenfalls börsenkotiert sein, (iii) mindestens einen Market Maker stellen sowie (iv) den indikativen NAV publizieren muss.¹⁸⁶

¹⁷³ EBK-Jahresbericht 2000, 65.

¹⁷⁴ Siehe SIMON SCHÄREN, Unterstellungsfragen im Rahmen der Genehmigungs- und Bewilligungspflicht gemäss Kollektivanlagegesetz, Unter rechtsvergleichender Berücksichtigung des Rechts der EG, Luxemburgs und Liechtensteins, Diss. Bern 2010, Zürich 2011, 117 m.w.H. (=SSFM 99); WICKI (FN 5), 186 ff.

¹⁷⁵ Gemäss Art. 78 Abs. 4 KAG besteht eine Pflicht zur Ein- und Auszahlung der Anteile in bar; indes kann die FINMA Abweichungen von diesem Grundsatz gestatten und die Einlage von Sachwerten, wie Effekten, sowie eine Rücknahme gegen Sachausgabe erlauben; siehe dazu BSK KAG–DU PASQUIER/RAYROUX, Art. 78 N 13.

¹⁷⁶ Die Bewilligungsträger müssen u.a. eine Anlagepolitik verfolgen, die dauernd mit dem in den massgebenden Dokumenten festgelegten Anlagecharakter übereinstimmt, weiter dürfen die Anlagen nur zum Marktpreis übernommen sowie die Anlagen aus den eigenen Beständen nur zum Marktpreis abgetreten werden, ferner sind die einzelnen Bedingungen der Zulässigkeit des *payment in kind* im Fondsvertrag bzw. Anlagereglement der kollektiven Kapitalanlage ausdrücklich festzuhalten, FINMA-Jahresbericht 2010, 73. Vgl. auch BSK KAG–DU PASQUIER/RAYROUX, Art. 78 N 24, 30.

¹⁷⁷ FINMA-Jahresbericht 2010 (FN 176), 72 f. Allfällige Kosten, die aufgrund der Sacheinlage oder -ausgabe anfallen, dürfen im Übrigen nicht dem Fondsvermögen belastet werden, sondern sind vom antragsstellenden Anleger zu übernehmen, siehe BSK KAG–DU PASQUIER/RAYROUX, Art. 78 N 30.

¹⁷⁸ Allerdings hatte diese Mitteilung nur zum Ziel, «die einzelnen Genehmigungsvoraussetzungen für schweizerische und ausländische ETF, die in oder von der Schweiz aus öffentlich vertrieben werden, in Erinnerung zu rufen», vgl. FINMA-Mitteilung 23 (2011) vom 29. April 2011, Kollektive Kapitalanlagen / Märkte (zit. FINMA-Mitteilung 23), 3.

¹⁷⁹ FINMA-Mitteilung 23 (FN 178), 3. Die Problematik des Ausschlusses vom Primärmarkt der Retailanleger und deren Verweis auf den Sekundärmarkt wurde indes nicht erwähnt bzw. erläutert.

¹⁸⁰ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 3.

¹⁸¹ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 3.

¹⁸² FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 5.

¹⁸³ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 5.

¹⁸⁴ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 6.

¹⁸⁵ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 7. Siehe zu den Gründen oben Kapitel III.2.

¹⁸⁶ SCHÄREN (FN 5), 351 (mit Verweis auf Art. 102 KR-SIX), weist in diesem Zusammenhang zu Recht auf die gegenseitige Abhängigkeit von Bewilligungs- und Kotierungsgesuch hin, wodurch der Gesuchsteller in ein «prozedurales Dilemma» versetzt wird: Während eine Bewilligung bzw. Genehmigung durch die FINMA nur dann erteilt wird, wenn die Kotierung an der SIX tatsächlich erfolgt ist, ist die Kotierung an der SIX von der Genehmigung der FINMA abhängig. Vgl. auch LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 39.

1.2 Praxis der SIX Swiss Exchange

Die SIX Swiss Exchange¹⁸⁷ folgt der Auffassung der FINMA, ETF wie die übrigen börsenkotierten kollektiven Kapitalanlagen zu behandeln,¹⁸⁸ weshalb ETF de lege lata u.a. das Kotierungsreglement der SIX sowie die Richtlinien betreffend Dekotierung von in- und ausländischen kollektiven Kapitalanlagen berücksichtigen müssen. ETF unterstehen m.a.W. weder dem Zusatzreglement für die Kotierung von Exchange Traded Products,¹⁸⁹ noch dem Reglement für die Zulassung zum Handel von Anlagefonds im SIX Swiss Exchange-Sponsored Anlagefondssegment.¹⁹⁰

Eine Differenz besteht lediglich bei der Behandlung aktiver ETF: Gemäss Mitteilung der SIX Exchange Regulation Nr. 2/2014 bilden aktive ETF keinen Index oder Basiswert nach, sondern zielen darauf ab, eine Überrendite gegenüber einem Benchmark zu realisieren.¹⁹¹ Der Ansicht der FINMA zufolge ist demgegenüber ausgeschlossen, dass «der Index einzig als Benchmark dient und der ETF ausschliesslich zum Ziel hat, eine Outperformance gegenüber dem Benchmark-Index zu erzielen, ohne dass er nur annähernd in die dem Index zugrunde liegenden Wertpapiere investiert. [...] Deshalb dürfen offene kollektive Kapital-

anlagen, bei denen der Index einzig als Benchmark dient, nicht die Bezeichnung «ETF» in ihrem Namen tragen».¹⁹² Ob aktive ETF aus Sicht der FINMA überhaupt die Bezeichnung ETF führen dürfen, muss daher im Einzelfall geprüft werden.¹⁹³

1.3 Praxis der BX Berne eXchange

An der Berner Börse BX Swiss werden ETF seit September 2014 ebenfalls gehandelt.¹⁹⁴ Derzeit sind an der BX 463 ETF kotiert,¹⁹⁵ die dem Reglement für die Kotierung von Kollektiven Kapitalanlagen und Exchange Traded Funds unterstehen.¹⁹⁶ Während Market Makern ein spezielles Reglement gewidmet ist,¹⁹⁷ enthält die BX keine Angaben über die Zulässigkeit von aktiven ETF.

2. Rechtliche Zulässigkeit des Status quo?

Nachfolgend soll geprüft werden, ob inländische¹⁹⁸ ETF dem KAG unterstellt sind und ob sie de lege lata als bewilligungspflichtige Produkte auch bewilligungsfähig sind, m.a.W. ob die Praxis der FINMA, ETF dem KAG zu unterstellen, überhaupt zulässig ist.¹⁹⁹

2.1 Unterstellung von ETF unter das KAG bzw. Genehmigungspflicht

Dem KAG sind, unabhängig von der Rechtsform, u.a. schweizerische kollektive Kapitalanlagen und Personen, die diese verwalten, aufbewahren oder vertreiben, unterstellt.²⁰⁰ Damit ein Anlagevehikel als kollektive Kapitalanlage qualifiziert und damit genehmigungspflichtig i.S.v.

¹⁸⁷ Gemäss Art. 27 Abs. 1 FinfraG hat die SIX Swiss Exchange als Börse i.S.v. Art. 26 lit. b FinfraG unter Aufsicht der FINMA eine eigene, ihrer Tätigkeit angemessene Regulierungs- und Überwachungsorganisation zu gewährleisten.

¹⁸⁸ Die SIX-Mitteilung des Regulatory Board Nr. 4/2010 vom 8. Oktober 2010, Schaffung eines neuen regulatorischen Standards für Exchange Traded Products (ETPs) (zit. Mitteilung Nr. 4/2010), 1, zur Schaffung des SIX Zusatzreglements für die Kotierung von Exchange Traded Products (zit. ZR ETP SIX) verdeutlicht dies: «Aufgrund des vorhandenen Marktbedürfnisses und nach Rücksprache mit der FINMA hat sich die SIX Exchange Regulation entschlossen [...]».

¹⁸⁹ Vgl. die explizite Ausnahme von der Unterstellung in Art. 3 Abs. 3 ZR ETP SIX (FN 188), in welchem zur Begründung ausgeführt wird, dass es sich bei ETF im Gegensatz zu ETP um kollektive Kapitalanlagen im Sinne des KAG handle. Allerdings stellen ETP als Exchange Traded Products den Oberbegriff für ETF, ETC (Exchange Traded Commodities) und ETN (Exchange Traded Notes) dar, wobei ETC und ETN als Inhaberschuldverschreibungen ausgestaltet sind, die aufgrund ihrer Ausgestaltung als strukturierte Produkte dem Ausfallrisiko des Emittenten ausgesetzt sind, vgl. HARRER (FN 12), 45; LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 48; HECHER (FN 1), 25 f. Siehe zur Funktionsweise passiver Finanzinstrumente in Form von Schuldverschreibungen LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 48 ff.; zu strukturierten Produkten SILVIO HUTTERLI, Strukturierte Produkte, Ausgestaltung, Emission und Handel aus rechtlicher Sicht, Diss. St. Gallen, Zürich 2008, passim (=St. Galler Schriften zum Finanzmarktrecht 3).

¹⁹⁰ Vgl. die Ausnahme von der Unterstellung in Art. 3 Abs. 2 SIX Reglement für die Zulassung zum Handel von Anlagefonds im SIX Swiss Exchange-Sponsored Anlagefondssegment (zit. RSAS SIX). Siehe zum Zweck der Richtlinie SIX-Mitteilung des Regulatory Board Nr. 1/2013 vom 1. Februar 2013, Schaffung eines neuen Reglements für die Zulassung zum Handel von Anlagefonds im SIX Swiss Exchange-Sponsored Anlagefondssegment, 1 f., in welchem ETF ebenfalls explizit ausgeschlossen werden.

¹⁹¹ SIX-Mitteilung des Regulatory Board Nr. 2/2014 vom 25. Februar 2014, Kotierung von aktiv gemanagten ETFs gemäss Standard für kollektive Kapitalanlagen der SIX Swiss Exchange (zit. Mitteilung Nr. 2/2014), 1.

¹⁹² FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 6.

¹⁹³ Dabei ist u.E. auch unbeachtlich, dass aktiv gemanagte ETF der SIX eindeutig als solche vom Emittenten bzw. dem anerkannten Vertreter zu identifizieren sind, vgl. Mitteilung Nr. 2/2014 (FN 191), 1.

¹⁹⁴ Medienmitteilung: BX Swiss startet kostengünstigen Handel mit 67 ausgesuchten ETFs, 9. Dezember 2014. Siehe zum Ausbau des Segments «World Funds» ab 2. April 2015: Medienmitteilung: BX Swiss erweitert das Segment «World Funds», 30. März 2015.

¹⁹⁵ Vgl. <<https://www.bxswiss.com/instrumente/az/2/-/-/2/1>>.

¹⁹⁶ Art. 1 Abs. 3 BX Reglement für die Kotierung von Kollektiven Kapitalanlagen und Exchange Traded Funds vom 10. Oktober 2014 (zit. KR KKA ETF BX). Zum Zweck der Abwicklung des Handels kann die BX ausführende Handelsbestimmungen vorsehen, vgl. Art. 2 Abs. 4 lit. b KR KKA ETF BX.

¹⁹⁷ Siehe Segment BX Worldfunds – Reglement für die Zulassung zum Handel vom 3. November 2014 (zit. R Handel Worldfunds BX).

¹⁹⁸ Ausländische ETF, die sich in räumlicher Hinsicht dadurch auszeichnen, dass sie Sitz und Hauptverwaltung im Ausland verzeichnen, werden in dieser Abhandlung nicht thematisiert, stellen jedoch ebenfalls heikle Abgrenzungsfragen: Ihre hybride Form wird von Art. 119 KAG nicht gedeckt und auch das Erfordernis des öffentlichen Vertriebs, welches sich lediglich auf den Primärmarkt bezieht, ist infolge des Ausschlusses der Retailanleger von jenem als dogmatisch schwierig zu erachten. Siehe zu dieser Thematik SCHÄREN (FN 5), 348 ff.

¹⁹⁹ Auf die von der FINMA zusätzlich eingeführten Kriterien wird in Kapitel V.2.4 eingegangen.

²⁰⁰ Art. 2 Abs. 1 lit. a KAG.

Art. 15 KAG ist,²⁰¹ sind die Tatbestandsmerkmale (i) des Vermögens, (ii) der Kapitalanlage, (iii) der Gemeinschaftlichkeit der Anlagetätigkeit, (iv) die Fremdverwaltung sowie (v) die gleichmässige Befriedigung der Anlagebedürfnisse kumulativ zu erfüllen. Während die Elemente des Vermögens²⁰², der Kapitalanlage²⁰³ und der gleichmässigen Befriedigung der Anlagebedürfnisse²⁰⁴ bei einem ETF grundsätzlich bejaht werden können, sind die Erfordernisse der Gemeinschaftlichkeit sowie die Fremdverwaltung im Folgenden eingehender zu betrachten.

Funded Swap ETF ist im Unterschied zu anderen ETF eigen, dass sie nur über einen gesicherten Swap verfügen, nicht aber über eigentliche Anlagen in ihrem «Fondsvermögen». Damit erfüllen sie den Tatbestand der Kapitalanlage nicht.²⁰⁵ Die Kritik in der Literatur, wonach es nicht relevant sein kann, welcher Natur die Anlage ist, mithin dass unbeachtlich sei, ob es sich um klassische Direktanlagen, komplexe Anlagentechniken oder den Erwerb einer Forderung handle,²⁰⁶ erscheint zu pragmatisch.

a. Im Hinblick auf das Kriterium der Gemeinschaftlichkeit der Kapitalanlage

Eine gemeinschaftliche Kapitalanlage liegt gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung dann vor, wenn die Fondsleitung nicht in der Lage ist, die einzelnen Guthaben der Anleger unter Hinweis auf die konkrete Verwendung und den genauen Bestand ihrer Vermögen zu individualisieren, sondern sich auf eine allgemeine Auskunft beschränken muss.²⁰⁷ Gemeinschaftlichkeit bedeutet daher auch, dass das geäußerte Kollektivvermögen auf mehrere Anleger verteilt werden muss.²⁰⁸

Bei *physisch replizierenden ETF* stellt sich die Frage, ob bei Vorliegen lediglich eines AP überhaupt von einer Gemeinschaftlichkeit gesprochen werden kann. U.E. ist hier allerdings eine wirtschaftliche Betrachtungsweise angezeigt und der Fall kann unter die für die Einanlegerfonds gebräuchliche Destinatärstheorie subsumiert werden, wo-

nach als Anleger die Endbegünstigten gelten und gerade nicht diejenigen Personen, die rechtlich die Anlegerstellung innehaben.²⁰⁹

b. Im Hinblick auf das Kriterium der Fremdverwaltung

Fremdverwaltung bezeichnet die Verwaltung des Kollektivanlagevermögens durch einen «Dritten»,²¹⁰ mithin bei offenen kollektiven Kapitalanlagen durch die Fondsleitung des vertraglichen Anlagefonds oder (grundsätzlich) den Verwaltungsrat der SICAV und nicht durch den Anleger selber.²¹¹ Diese Fondsmanager sind im Rahmen der Verwaltung des Vermögens unabhängig und treffen die Anlageentscheide.^{212, 213} Soweit der Anleger einen unmittelbaren Einfluss auf die Fällung von Anlageentscheiden nehmen kann, ist Fremdverwaltung und damit eine Unterstellung unter das KAG aus Sicht des Anlegerschutzes bzw. aufgrund des mangelnden Bedürfnisses eines solchen zu verneinen.²¹⁴ Fremdverwaltung ist ebenfalls dann auszuschliessen, wenn die Fällung von Anlageentscheiden aus anlagentechnischen, vertraglichen oder statutarischen Gründen gar nicht möglich ist – m.a.W. in jenen Fällen, bei denen zur Vornahme einer Anlagepolitik kein Ermessensspielraum besteht.^{215, 216}

²⁰¹ THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts, Bern 2014, N 79; BSK KAG–RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 4.

²⁰² Siehe zum Begriff ausführlich SCHÄREN (FN 174), 51 ff. Vgl. auch ARMIN KÜHNE, Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis, Unter Berücksichtigung von Anlagestiftungen und strukturierten Produkten, 2. A., Zürich 2015, N 125 ff.

²⁰³ BGE 116 Ib 73 S. 79 E. 2.c. hält fest, dass unter dem Begriff Kapitalanlage die geplante Verwendung von Geldern zur Erzielung eines Ertrages und/oder eines Wertzuwachses oder wenigstens zur Erhaltung der Substanz verstanden wird. Siehe zum fehlenden Tatbestandsmerkmal der Kapitalanlage bei Funded Swap ETF sgl.

²⁰⁴ Siehe zum Begriff BSK KAG–RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 24. Indes ist zumindest fraglich, ob die gleichmässige Befriedigung der Anlagebedürfnisse bei einer SICAV vorliegen kann. Siehe zur Ausgestaltung von ETF als SICAV nachfolgend Kapitel V.2.3.

²⁰⁵ Gl.A.: FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 5. A.A.: LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 38.

²⁰⁶ LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 39.

²⁰⁷ BGE 116 Ib 73 (Regeste).

²⁰⁸ KÜHNE (FN 202), N 138 m.w.H.

²⁰⁹ Bereits WICKI (FN 5), 188 f., wies im Zusammenhang mit der Äufnung des Kollektivvermögens zu Recht darauf hin, dass das eigentliche Anlagevermögen nicht von den Anlegern auf dem Sekundärmarkt, sondern von den AP geäußert wird und somit eine wirtschaftliche Betrachtungsweise greifen muss. Wird für das Kriterium der Gemeinschaftlichkeit nur auf die Platzierung der Anteile auf dem Primärmarkt abgestellt, wird dem ETF als Gesamtstruktur zu wenig Rechnung getragen: Die enge Verknüpfung von Primär- und Sekundärmarkt führt dazu, dass die Anteile an ETF gleich wie bei herkömmlichen Anlagefonds von Anlegern gehalten werden. Siehe zur Destinatärstheorie Botschaft KAG (FN 11), 6418; Botschaft über die Änderung des Kollektivanlagegesetzes (KAG), BBl 2012 3639, 3663. Vgl. JUTZI (FN 169), 70 ff. m.w.H. zur Berücksichtigung ökonomischer Erkenntnisse im Recht.

²¹⁰ BSK KAG–RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 25.

²¹¹ Botschaft KAG (FN 11), 6418; SCHÄREN (FN 5), 344. Siehe zum Begriff der Vermögensverwaltung generell DOMINIK SCHMID, Rechtliche Grundlagen der Vermögensverwaltung, Eine Untersuchung zur Bedeutung der Begriffe «Verwaltung» und «Vermögen» im schweizerischen Privatrecht, Diss. Bern 2012, Bern 2013, insbesondere 96 ff., 103 ff. (=ASR 790).

²¹² BSK KAG–RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 26 f. «Drittpersonen [...], die in eigener Verantwortung über Kauf und Verkauf der Anlagen entscheiden [...]», Botschaft KAG (FN 11), 6418.

²¹³ SCHÄREN (FN 174), 112 f., unterscheidet ferner zwischen dem positiven und dem negativen Teilgehalt der Fremdverwaltung: Ersterer bedingt, dass das Anlagevermögen Gegenstand einer aktiven und diskretionären Verwaltung ist, während zweiterer statuiert, dass die Verwaltung des Vermögens nicht durch die Anleger selbst vorgenommen werden darf bzw. sie auf die Fällung der Anlageentscheide keinen wesentlichen Einfluss ausüben dürfen. Siehe zum Begriff der Fremdverwaltung unter dem AFG WICKI (FN 5), 190 ff.

²¹⁴ SCHÄREN (FN 174), 131; SCHÄREN (FN 5), 344.

²¹⁵ SCHÄREN (FN 5), 344 m.w.H.

²¹⁶ Als weiteres Unterscheidungsmerkmal wurde im Zusammenhang mit strukturierten Produkten vorgebracht, dass keine Fremdverwaltung vorliegt, sofern die Umschichtungsentscheide von objektiven, zum Voraus definierten und nachvollziehbaren Kriterien abhängen und gerade nicht vom subjektiven Empfinden des Emittenten, siehe HUTTERLI (FN 189), N 168 m.w.H. HUTTERLI

ba. Plain Vanilla ETF

Die starre Indexorientiertheit von Plain Vanilla ETF steht im klaren Gegensatz zum positiven Teilgehalt der Fremdverwaltung: Der Fondsmanager verfügt über keinerlei Ermessensspielraum zur Fällung von Anlageentscheiden und er ist auch nicht zur Vornahme einer eigentlichen Anlagepolitik ermächtigt.²¹⁷ Er handelt rein passiv – ein rein passives Management wird aber vom KAG nicht erfasst.²¹⁸ Der Ansicht der FINMA, wonach eine Verwaltung vorliegt, da der Fondsmanager innerhalb der vorgegebenen Anlagepolitik über die Höhe der gehaltenen flüssigen Mittel und über den Zeitpunkt des Kaufs oder Verkaufs der im Index enthaltenen Anlagen entscheiden müsse,²¹⁹ kann insofern nicht gefolgt werden, als der Fondsmanager durch den Creation Redemption Prozess auf die *payments in kind* der AP und die Aktivitäten des Market Makers angewiesen ist, selbst aber gerade nicht über Kauf und Verkauf einzelner Titel entscheiden kann. Durch den Creation Redemption Prozess wird die tatsächliche Indexnachbildung dem Machtbereich des Fondsmanagers vollständig entzogen.²²⁰ An dieser Beurteilung ändert sich auch nichts bei der Anwendung der Sampling-Methode zur Replikation, zumal die Titelwahl einer im Voraus definierten Samplingstrategie folgt und nicht aktiv vom Fondsmanager nach dessen Gutdünken geändert werden kann.²²¹

bb. Synthetisch replizierende ETF (ETF 2.0)

Bei *Unfunded Swap ETF* ist der Fondsmanager zwar frei in der Wahl seines Wertpapierkorbs, was für das Vorhandensein einer aktiven, ermessensbasierten Fremdverwaltung sprechen würde; indes ist zu berücksichtigen, dass die Ausgestaltung dieses Wertpapierkorbs gänzlich unbeachtlich ist und nur einen Gegenwert zum eigentlichen Swap-Geschäft darstellt.²²² Aus der Funktionsweise von *Funded Swap ETF* erhellt, dass hier im Gegensatz zum *Unfunded Swap ETF* kein Wertpapierkorb mehr besteht und die Verwaltung sowie die Abbildung des Indexes

vollumfänglich über die Swap Gegenpartei erfolgen.²²³ Zumal die Wahl dieser Gegenpartei nicht als Verwaltung qualifiziert, ist auch dieser Replikationsart die Fremdverwaltung abzusprechen.²²⁴

bc. Exotische ETF (ETF 3.0)

Smart-Beta-ETF sind den Plain Vanilla ETF hinsichtlich des Kriteriums der Fremdverwaltung gleichzustellen, da sie zwar eine Strategie verfolgen, um eine Outperformance zu erreichen, diese aber rein mechanisch und nach festen, im Voraus definierten Kriterien erfolgt.²²⁵ Fondsmanager *aktiver ETF* haben demgegenüber die Möglichkeit, die Zusammensetzung ihres Produkts ständig und nach ihrem Ermessen zu ändern.²²⁶ Damit ist die Fremdverwaltung bei diesen Produkten zu bejahen. Da aktive ETF jedoch mit den Plain Vanilla ETF wenig gemein haben, ist sodann die Bezeichnung als ETF zu hinterfragen.²²⁷ Bei *Short und Leverage ETF* lassen weder die inverse Abbildung noch die Verwendung eines Hebels eine Beurteilung als Fremdverwaltung zu: In beiden Fällen stützen sich die Mechanismen vollumfänglich auf einen Index. Auch hier findet keine aktive Verwaltung statt, weshalb sich an der Tätigkeit des Fondsmanagers im Vergleich zu Plain Vanilla ETF nichts ändert.²²⁸

2.2 Bewilligungsfähigkeit von ETF

Nach der hier vertretenen Meinung können ETF nicht unter den Begriff der kollektiven Kapitalanlage von Art. 7 Abs. 1 KAG subsumiert werden, da das Kriterium der Fremdverwaltung bei ETF entfällt.²²⁹ Dies hat zur Folge, dass ETF dem KAG nicht unterstellt sind und in der Folge keiner Bewilligungspflicht unterstehen. In der Lehre ist allerdings umstritten, ob Fremdverwaltung bei ETF vorliegt bzw. ob überhaupt auf dieses Kriterium zur Unterstellung abgestellt werden sollte.²³⁰ Im Sinne einer gesamtheitlichen Beurteilung wird daher im Folgenden geprüft,

(FN 189), FN 290, weist ferner darauf hin, dass die gleichen Kriterien auch im Zusammenhang mit kollektiven Kapitalanlagen angewendet werden können.

²¹⁷ SCHÄREN (FN 174), 117; WICKI (FN 5), 192 f. Zum positiven und negativen Teilgehalt vgl. oben FN 213.

²¹⁸ SCHÄREN (FN 174), 118. URSINA BRACK, Formen kollektiver Kapitalanlagen nach dem KAG (Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen), eine systematische Darstellung, Diss. Freiburg i.Ü. 2008, Bern 2009, 202, weist im Zusammenhang mit Indexfonds darauf hin, dass die Fondsleitung bzw. das Management lediglich die Vorgaben der Anlagepolitik vollzieht, aber keine eigenen Inputs liefert.

²¹⁹ FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 5. Siehe auch LUKAS LEZZI, Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen, Diss. Zürich 2012, N 200 (=SSFM 104).

²²⁰ Bereits WICKI (FN 5), 193.

²²¹ A.A.: LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 48 (dort FN 48). Vgl. dazu oben Kapitel III.1.

²²² Vgl. dazu oben Kapitel III.2.

²²³ Vgl. dazu oben Kapitel III.2.

²²⁴ GLA.: FINMA-Mitteilung 29 (FN 5), 5. Siehe auch LEZZI (FN 219), N 200, der im Einzelfall prüfen will, ob die Voraussetzungen für eine Unterstellung unter das KAG gegeben sind, weil sowohl die Auswahl der Gegenpartei als auch die Festlegung der Strategie im Vorfeld als Verwaltungshandlung angesehen werden können.

²²⁵ Vgl. dazu oben Kapitel III.3.1.

²²⁶ Vgl. dazu oben Kapitel III.3.3.

²²⁷ Vgl. dazu nachfolgend Kapitel V.3.

²²⁸ Vgl. dazu oben Kapitel III.3.2.

²²⁹ GLA.: SCHÄREN (FN 5), 346 (unabhängig von der Replikationsart); BRACK (FN 218), 54 f. (für Indexfonds).

²³⁰ KÜHNE (FN 202), N 148, bringt vor, die Fremdverwaltung dürfe nicht als Selbstzweck in reiner Form verlangt werden, da dies für den Anlegerschutz unnötig sei und die Umsetzung von zahlreichen Produktideen verhindere, m.a.W.: «Nur weil nach rein dogmatischer und restriktiver Auslegung nicht sämtliche Elemente der Fremdverwaltung in reiner Form vorliegen, sollte nicht die Zulassung eines Produkts als kollektive Kapitalanlage verhindert werden, solange der hohe Anlegerschutz des schweizerischen Kollektivanlagenrechts gewährleistet ist». Ähnlich lösungsorientiert auch LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 38.

ob bei Vorliegen einer Bewilligungspflicht für ETF deren Bewilligungsfähigkeit nach geltendem Recht bejaht werden kann.

Die der Legaldefinition von Art. 7 KAG entsprechenden Anlagevehikel können nur dann genehmigt werden bzw. sind nur dann bewilligungsfähig, wenn sie im Einzelfall den Vorschriften des KAG bezüglich Form und Inhalt entsprechen.²³¹ Wie bereits ausgeführt, sind ETF zwingend als offene kollektive Kapitalanlagen auszugestalten, muss doch der Creation Redemption Prozess durch die jederzeitige Aus- und Rückgabe von Anteilen auf dem Primärmarkt gewährleistet werden. Da Retailanleger aufgrund der hohen Stückelung und des *payment in kind* vom Primärmarkt ausgeschlossen und auf den Sekundärmarkt verwiesen werden, ist zum einen zu prüfen, ob eine gesetzliche Ausnahme vom Open-End-Prinzip für diese geltend gemacht werden kann. Ist dies zu verneinen, drängt sich zum anderen die Frage auf, ob die Handelbarkeit an der Börse als Ersatz für das jederzeitige Rückgaberecht i.S.v. Art. 8 KAG dient bzw. ob diese Handhabung als «mittelbarer Anspruch auf Rückgabe» qualifiziert – und ob so das Open-End-Prinzip i.w.S. dennoch gewahrt wird.

a. Gesetzliche Ausnahmen vom Open-End-Prinzip

Das Open-End-Prinzip legt fest, dass die Anleger offener kollektiver Kapitalanlagen zulasten des Kollektivvermögens unmittelbar oder mittelbar einen Rechtsanspruch auf Rückgabe ihrer Anteile zum NAV haben.²³² Das Recht auf jederzeitige Rückgabe ist zwingender Natur; eine Vereinbarung betreffend den Verzicht des Anlegers darauf ist unzulässig.²³³ Das KAG sieht nur bei Immobilienfonds und bei kollektiven Kapitalanlagen in der Form von übrigen Fonds für traditionelle oder alternative Anlagen mit erschwerter Bewertung oder beschränkter Marktgängigkeit Vorschriften zur Beschränkung des Open-End-Prinzips vor.²³⁴ Da ETF als indexbasierte kollektive Kapitalanlagen weder unter die eine, noch unter die andere Kategorie subsumiert werden können, besteht keine gesetzliche Grundlage, das Open-End-Prinzip einzuschränken.²³⁵

Die FINMA hat gemäss Art. 10 Abs. 5 KAG die Kompetenz, kollektive Kapitalanlagen ganz oder teilweise von bestimmten Vorschriften des KAG zu *befreien*, sofern sie ausschliesslich qualifizierten Anlegern offenstehen und der Schutzzweck des Gesetzes dadurch nicht beeinträchtigt wird – die Pflicht, den Anlegern das Recht jederzeitige Kündigung einzuräumen, stellt eine solche gesetzlich

aufgezählte Möglichkeit dar.²³⁶ Da ein ETF indes auf der Prämisse basiert, auf dem Sekundärmarkt gehandelt zu werden und damit begriffsnotwendigerweise nicht nur qualifizierten Anlegern offensteht, fällt eine solche Befreiungsgrundlage zwangsläufig ebenfalls dahin.²³⁷

b. Ersatz für fehlende Rückgabemöglichkeit auf dem Primärmarkt

ba. Einfache kotierte kollektive Kapitalanlagen

Bei einfachen kotierten kollektiven Kapitalanlagen wird grundsätzlich von einer funktionellen Gleichartigkeit von Anteilsrücknahme und überwachter Börsenkotierung ausgegangen,²³⁸ obschon die Ersatzfunktion der Kotierung zur fehlenden Rücknahmepflicht nicht unumstritten ist.²³⁹ Kritisiert wird, dass die Börse ihre Funktion nicht vollumfänglich entfalten kann,²⁴⁰ zumal die Wertverläufe börsenkotierter Anteile an der Börse und des inneren Werts nicht miteinander verbunden sind:²⁴¹ Die bestehende Rücknahmeverpflichtung beeinflusst die Preisbildung nämlich insofern, indem Angebot und Nachfrage über die Ausgabe- und Rücknahmefunktion auf dem Primärmarkt gesteuert werden können.²⁴²

bb. Physisch replizierende ETF

Bei physisch replizierenden ETF verhindern zusätzliche Beeinflussungs- und Transparenzmechanismen, dass weder ein massgeblicher Discount noch eine Prämie entstehen kann; der iNAV garantiert ferner die Liquidität der Anteile.²⁴³ AP sind grundsätzlich alleine zum Bezug und zur Rückgabe der Anteile befugt.²⁴⁴ Die Rücknahme gegen Sachauslage anstelle der gesetzlichen Barzahlung aus dem Vermögen der kollektiven Kapitalanlage ist ausdrücklich im Fondsreglement vorzusehen.²⁴⁵ Dem Retailanleger steht aufgrund der genannten Mechanismen mit

²³⁶ Art. 10 Abs. 5 lit. e KAG.

²³⁷ So auch SCHÄREN (FN 5), 347 f.

²³⁸ MÜLLER (FN 17), 204; SANDRA BÜRLI-BORNER, Anlegerschutz bei kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz, Diss. Basel 2002, Zürich 2003, 194 (=SSBR 70).

²³⁹ Siehe zum Stand der Lehre vor Inkrafttreten des KAG MÜLLER (FN 17), 203 (dort FN 1184).

²⁴⁰ MÜLLER (FN 17), 202 f. m.w.H.

²⁴¹ Siehe hierzu oben Kapitel II.2.1.

²⁴² Einige Autoren bejahen eine funktionelle Gleichartigkeit unter dem Aspekt des Liquiditätsinteresses bei Beachtung der Kriterien Erlös und Zeitpunkt, siehe hierzu MÜLLER (FN 17), 203 f.; BÜRLI-BORNER (FN 238), 193 f. Insbesondere wird darauf hingewiesen, dass mit der Veräusserung eines Anteils an der Börse der Kapitalumfang der emittierenden Gesellschaft nicht verändert wird, was den Emittenten eine langfristige Verfügungsmöglichkeit einräumt – da nicht mit kurzfristig geltend gemachten Rücknahmeansprüchen der Anleger gerechnet werden muss, profitiert der Anleger zudem von tieferen Verwaltungskosten, vgl. MÜLLER (FN 17), 204.

²⁴³ Siehe hierzu oben Kapitel II.2.1.b sowie II.4; vgl. auch MÜLLER (FN 17), 101.

²⁴⁴ Siehe hierzu oben Kapitel II.3, vgl. auch ADRIAN HEBERLEIN, Die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) im Vergleich, Diss. Zürich 2008, 131 (=SSFM 91).

²⁴⁵ BSK KAG–RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 8 N 14.

²³¹ BSK KAG–RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 4; JUTZI/SCHÄREN (FN 201), N 79.

²³² Vgl. Art. 8 Abs. 2 KAG.

²³³ BRACK (FN 218), 127 mit Hinweis auf Art. 27 ZGB.

²³⁴ Vgl. Art. 66 Abs. 2, Art. 79 KAG i.V.m. Art. 109 KKV.

²³⁵ Gl.A.: SCHÄREN (FN 5), 347 f.

dem iNAV ein dem inneren Wert der Anlage entsprechender Anteil zu, den er nicht nur einmal pro Tag veräußern kann – was einen Mehrwert zu einfachen börsenkotierten kollektiven Kapitalanlagen darstellt. Der Ausschluss der Retailanleger vom Primärmarkt und der damit verbundene Ausschluss des Rückgaberechts führen damit *prima vista* nicht per se zu einer Schlechterstellung der Retailanleger, weshalb eine funktionelle Gleichartigkeit zu bejahen ist.

bc. Synthetisch replizierende ETF

Synthetisch replizierende ETF erweisen sich als komplexe Konstrukte, die aufgrund ihrer Swap-Geschäfte nur vage mit den physisch replizierenden ETF verglichen werden können: Da die Zusammensetzung des ETF-Wertpapierkorbs beliebig sein kann, findet der eigentliche Creation Redemption Prozess keine Anwendung und auch die Bemühungen des Market Makers werden zunehmend undurchsichtig. Da die Swaps erst am Ende eines Börsentages ausgetauscht werden und somit der innere Wert nur einmal täglich bestimmt werden kann, eignet sich der Börsenhandel nur begrenzt als Ersatz für die Rückgabe auf dem Primärmarkt und führt im Übrigen auch nicht zu einem Mehr an Transparenz.²⁴⁶ Das Konstrukt bietet keine über die eigentliche Kotierung hinausgehenden Vorteile für die Anleger und ist somit eher mit einfachen börsenkotierten kollektiven Kapitalanlagen als mit physisch replizierenden ETF zu vergleichen.

bd. Ausreichen funktioneller Gleichartigkeit?

Zumal es sich beim Open-End-Prinzip um ein zwingendes Recht des Publikumsanlegers handelt, scheint fraglich, ob eine funktionelle Gleichartigkeit ausreicht, um dieses Prinzip als gewahrt betrachten zu können.²⁴⁷ Art. 8 Abs. 2 KAG legiferiert, dass ein unmittelbarer oder mittelbarer Rechtsanspruch auf Rückgabe der Anteile zum NAV bestehen muss, um als offene kollektive Kapitalanlage zu qualifizieren. Ein mittelbarer Anspruch auf jederzeitige Rückgabe soll dann bestehen, sofern weder Fondsleitung noch SICAV, aber eine ihre nahestehende Person einen solchen Anspruch gewährt – mitunter auch dann, wenn ein Finanzinstitut aufgrund eines Market Making im Sekundärhandel eine minimale prozentuale Abweichung des Marktpreises im Vergleich zum NAV gewährleistet.²⁴⁸ Eine stichhaltige materielle Rechtfertigung hierfür lässt sich weder in Lehre noch Gesetzgebung finden; so hält die Botschaft zum KAG lediglich fest, dass mit dem Zweckartikel des KAG die Börse als alternative Ausstiegsmöglichkeit anstelle der Rücknahme der Anteile durch die De-

potbank erachtet werden könne.²⁴⁹ Fraglich bleibt aber, ob der Markt der kollektiven Kapitalanlagen, wie er im Zweckartikel umrissen wird, den Sekundärhandel effektiv mitumfasst, zumal sich die Mehrheit der Normen des KAG mit dem Primärhandel auseinandersetzen und die Besonderheiten der kollektiven Kapitalanlage denn auch vorwiegend im Primärhandel auszumachen sind.²⁵⁰ Im Folgenden wird einzig im Sinne einer umfassenden Abklärung davon ausgegangen, dass die funktionelle Gleichartigkeit ausreicht, um das Open-End-Prinzip als gewahrt zu qualifizieren und dass eine funktionelle Gleichartigkeit bei allen ETF vorliegt.

2.3 Probleme bei der Ausgestaltung als offene kollektive Kapitalanlage

Wie bereits dargetan, stellen ETF Hybride offener und geschlossener kollektiver Kapitalanlagen dar; nach geltendem Recht haben sie indes die Vorschriften offener kollektiver Kapitalanlagen einzuhalten und damit entweder die Form des vertraglichen Anlagefonds oder der SICAV aufzuweisen.²⁵¹ Die Ausgestaltung von ETF als offene kollektive Kapitalanlage ist nicht unproblematisch, weshalb nachfolgend summarisch auf die grössten Schwierigkeiten hinzuweisen ist.

Die Voraussetzungen des *vertraglichen Anlagefonds* i.S.v. Art. 25 ff. KAG sind grundsätzlich erfüllt, da AP einerseits als Anleger gelten, zumal sie Anteile an einer kollektiven Kapitalanlage halten²⁵² und andererseits ihre Verpflichtung zur Ausgabe und Rücknahme von Anteilen als zusätzliche, vertragliche Abrede qualifiziert werden kann. Indes scheint hinsichtlich der relativen Gleichbehandlung der Anleger problematisch, dass Retailanleger als eigentlich schutzbedürftigere Partei auf den Sekundärmarkt verwiesen werden. Dies ist insofern stossend, als der Fondsvertrag für alle Anleger zwingend den gleichen Vertragsinhalt statuiert²⁵³ und es sich bei ETF nicht um Teilvermögen²⁵⁴ bzw. beim Verhältnis zwischen AP und Retailanleger nicht um verschiedene kollektive Kapitalanlagen handelt.

²⁴⁶ Vielmehr ist die Zusammensetzung des Wertpapierkorbs gerade zu wenig transparent, vgl. auch LUCHSINGER GÄHWILER (FN 19), 34 f.

²⁴⁷ Siehe hierzu oben Kapitel V.2.2.a.

²⁴⁸ BSK KAG–RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 8 N 5 m.H. auf den EBK-Jahresbericht 1996, 49, der allerdings nicht zielführend scheint.

²⁴⁹ Botschaft KAG (FN 11), 6435; siehe hierzu auch unten Kapitel V.2.4.b.

²⁵⁰ Als Ausnahme hierzu siehe Art. 88 Abs. 1 KAG, der sich direkt an börsenkotierte offene kollektive Kapitalanlagen richtet.

²⁵¹ Vgl. Art. 8 Abs. 1 KAG. Das KAG stellt mit den offenen und geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen insgesamt vier mögliche Formen zur Verfügung; in einer anderen, weiteren Form kann eine kollektive Kapitalanlage nicht ausgestaltet werden, Art. 7 Abs. 2 KAG; SCHÄREN (FN 174), 35. Es handelt sich somit um einen Numerus Clausus bewilligungsfähiger Anlageformen. De facto besteht ein aufsichts- und strafrechtlich sanktioniertes Verbot für andere Produkte, vgl. SCHÄREN (FN 174), 35; JUTZI/SCHÄREN (FN 201), N 79.

²⁵² Vgl. Art. 10 Abs. 1 KAG.

²⁵³ JUTZI/SCHÄREN (FN 201), N 224.

²⁵⁴ Siehe zu den Teilvermögen statt vieler JUTZI/SCHÄREN (FN 201), N 271.

Ein in der Form einer SICAV aufgelegter ETF birgt ebenfalls Schwierigkeiten: Gerade weil AP Anteile an ETF halten und daher als Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 1 KAG zu qualifizieren sind, können sie an der SICAV grundsätzlich nur als Anlegeraktionäre²⁵⁵ beteiligt sein.²⁵⁶ Nach der hier vertretenen Ansicht scheint die Auferlegung von Pflichten im Hinblick auf den Creation Redemption Prozess ebenso heikel wie die Einschränkung des Open-End-Prinzips, da die Anlegeraktionäre, wie die Aktionäre einer AG, lediglich eine Pflicht zur Liberierung ihrer Anteile trifft und aus der Aktionärsstellung keine Treuepflicht gegenüber der SICAV folgt.²⁵⁷ Daraus ergibt sich, dass ein in der Form einer SICAV aufgelegter ETF mittels Individualabreden mit den einzelnen AP den Creation Redemption Prozess sichern und gleichzeitig ein Konstrukt auflegen muss, dass unterschiedliche Rückgabemöglichkeiten für die Anlegeraktionäre erlaubt, wobei AP als qualifizierte Anleger bevorzugt behandelt und die Retailanleger auf den Sekundärmarkt verwiesen werden. Diese Ungleichbehandlung der Anlegeraktionäre ist umso störender, als es sich bei der SICAV gerade um eine Gesellschaftsform handelt, deren Anzahl Aktien nicht zum Voraus bestimmt sind und daher ein variables Aktienkapital aufweisen.²⁵⁸ Mit dem Handel auf dem Sekundärmarkt bleibt das Kapital hingegen bestehen: Zwar hat dies den Vorteil tieferer Verwaltungskosten, vermag aber die Tatsache nicht zu verbergen, dass die SICAV mit dem ETF faktisch zweckentfremdet und zu einer Funktionsweise der AG gezwungen wird – ob dies mit dem Anlegerschutz vereinbart werden kann, ist fraglich.²⁵⁹

Unabhängig davon, ob ETF als vertragliche Anlagefonds oder als SICAV ausgestaltet werden, stossen sie als Hybride an ihre Grenzen und vermögen nach der hier vertretenen Ansicht die jeweiligen Wesensmerkmale der offenen kollektiven Kapitalanlagen nicht zu erfüllen. Aus diesem Grund sind ETF streng formaljuristisch *de lege lata* nicht bewilligungsfähig und können daher nicht mit dem «Gü-

tesiegel» der Beaufsichtigung durch die FINMA versehen werden.²⁶⁰

2.4 Würdigung der Praxis unter Berücksichtigung der Kompetenz der FINMA

Die Praxis der FINMA, wonach ETF bewilligungsfähig sind, ist daher bei einer formaljuristischen Betrachtung u.E. unzulässig. Wie jedoch dargestellt, hat die FINMA weitere Kriterien für die Bewilligung von ETF erlassen: Während die Kompetenz der FINMA zur Zulassung des *payment in kind* aufgrund der expliziten gesetzlichen Grundlage unproblematisch ist und die Realisierung des Creation Redemption Prozesses ermöglicht,²⁶¹ ergeben sich die übrigen zusätzlichen Kriterien dagegen nicht aus dem KAG²⁶² und werfen die Frage auf, ob es in der Kompetenz der FINMA liegt, die Genehmigung kollektiver Kapitalanlagen weiter zu *erschweren*.

a. Rundschreiben und Aufsichtsmittelungen

Die FINMA kann einerseits durch Verordnungen regulieren, wo dies in der Finanzmarktgesetzgebung vorgesehen ist, andererseits auch Rundschreiben über die Anwendung der Finanzmarktgesetzgebung erlassen, ohne hierfür eine weitere Grundlage in Gesetz oder Verordnung zu benötigen.²⁶³ Da es sich bei den Rundschreiben um Verhaltensempfehlungen handelt,²⁶⁴ die von den Marktteilnehmern eingehalten werden, können auf diese Weise gerade keine zusätzlichen Kriterien für ETF aufgestellt werden. Die zusätzlichen Kriterien wurden jedoch gar – wie bereits ausgeführt – auf der Grundlage von Aufsichtsmittelungen der FINMA eingeführt. Dabei handelt es sich um eine Vorabpublikation von Rundschreiben und weiteren Schriftstücken, die aufsichtsrechtlich relevant sind, öffentlich zugänglich gemacht werden und somit eine zeitnahe Information gewährleisten sollen,²⁶⁵ die aber ebenfalls keine Rechtswirkung zeitigen.

²⁵⁵ Die Unternehmeraktionäre gelten als eigentliche Sponsoren der SICAV und können die Auflösung der SICAV beschliessen, ohne dass sich die Anlegeraktionäre zur Wehr setzen können, was dem Recht von Fondsleitung und Depotbank zur Auflösung des vertraglichen Anlagefonds entsprechen soll, vgl. Botschaft KAG (FN 11), 6421. AP qualifizieren nicht als Unternehmeraktionäre, da bei der Personalunion von Fondsleitung und AP begriffsnotwendigerweise kein ETF vorliegen kann, zumal es der SICAV verwehrt ist, eigene Aktien zu halten, vgl. Art. 42 Abs. 2 KAG.

²⁵⁶ Gemäss HEBERLEIN dürfte eine Beschränkung des Rückgaberechts für Retailanleger in dieser gesellschaftsrechtlichen Form problematisch sein, da das Rückgaberecht in der Aktie verbrieft sei und allen Aktionären aufgrund ihrer Aktionärsstellung unter den gleichen Voraussetzungen zustehe, vgl. HEBERLEIN (FN 244), 131 f.

²⁵⁷ Statt vieler BRACK (FN 218), 177 f.

²⁵⁸ Vgl. Art. 36 Abs. 1 lit. a KAG.

²⁵⁹ Zumal derzeit keine schweizerischen SICAV-ETF an der SIX bzw. der BX kotiert sind, wird an dieser Stelle auf weitere Ausführungen verzichtet.

²⁶⁰ Im Ergebnis auch SCHÄREN (FN 5), 347 f., ohne auf die Börsenkotierung als Ersatz für das Rückgaberecht einzugehen.

²⁶¹ Vgl. Art. 78 Abs. 4 KAG. Die erstmalige Erwähnung in einem Jahresbericht ist ebenfalls unproblematisch, da es sich um eine Darstellung eines im Berichtsjahr wichtigen Geschäfts handelt und die Zielvorstellungen der FINMA erkennbar sind, siehe dazu allgemein KÜHNE (FN 202), N 76.

²⁶² So auch BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 120 N 21.

²⁶³ Art. 7 FINMAG. BSK BEHG-WINZELER, Art. 7 N 19. Allerdings dienen diese Rundschreiben als blosse Orientierung über die bisherige und künftig zu gewärtigende Praxis der Behörde, stellen aber keine verbindlichen Normen dar, vgl. BSK BEHG-WINZELER, Art. 7 N 19; JUTZI/SCHÄREN (FN 201), N 54.

²⁶⁴ BSK BEHG-WINZELER, Art. 7 N 19. Es handelt sich m.a.W. um die Publikation der Praxis der Gesetzesinterpretation, vgl. KÜHNE (FN 202), N 74.

²⁶⁵ KÜHNE (FN 202), N 75. M.a.W. handelt es sich bei den Aufsichtsmittelungen um ein Instrument, das «kein Regulierungsinstrument [ist], sondern der reibungslosen Anwendung von Vorschriften in der Praxis [dient]. Sie ist auf den Taterfolg, nicht auf die Rechtswirkung ausgerichtet», vgl. <<https://www.finma.ch/de/dokumentation/finma-aufsichtsmittelungen/#Order=4>>.

Zu prüfen bleibt daher, ob die FINMA befugt wäre, eine Verordnung betreffend ETF zu erlassen.

b. Kompetenz zum Erlass von Verordnungen

Die Übertragung von Rechtsetzungsbefugnissen an die Exekutive ist u.a. nur dann zulässig, wenn das Gesetz im formellen Sinn die Grundzüge der delegierten Materie bereits umschreibt²⁶⁶ und beschränkt sich somit auf Fragen untergeordneter, v.a. technischer Natur.²⁶⁷ Das KAG selbst gibt der FINMA keine Kompetenz, contra legem zusätzliche Genehmigungsvoraussetzungen zu schaffen.²⁶⁸ Gemäss Art. 10 Abs. 5 KAG steht der FINMA vielmehr nur die Möglichkeit offen, kollektive Kapitalanlagen ganz oder teilweise von bestimmten Vorschriften des Gesetzes zu *befreien*, sofern sie ausschliesslich qualifizierten Anleger offenstehen und zudem der Schutzzweck des KAG dadurch nicht beeinträchtigt wird.²⁶⁹ Da es an einer Delegationsnorm im formellen Gesetz mangelt, bleibt lediglich zu prüfen, ob der FINMA allenfalls eine Kompetenz aufgrund des Zweckartikels²⁷⁰ des KAG erwächst. Zweckartikel sollen eine beschränkte normative Funktion innehaben, indem sie u.a. als Anleitung für die Konkretisierung und Umsetzung eines Erlasses dienen.²⁷¹ Der Gesetzgeber selbst äusserte sich in seiner Botschaft KAG dahingehend, dass mit dem neuen Zweckartikel auch eine Gesetzesgrundlage für allfällige Auflagen der Aufsichtsbehörde im Börsenhandel mit ETF und für andere Bereiche, in denen die Börse als alternative Ausstiegsmöglichkeit für die Anleger diene, geschaffen werde.²⁷² Der Gesetzgeber stützte sich dabei darauf, dass zum Markt für Fondsanteile nicht nur die Tätigkeit am Primär- sondern

auch am Sekundärmarkt gehöre.²⁷³ Indes ist selbst unter diesem Gesichtspunkt fraglich, ob die Botschaft bzw. der Zweckartikel eine rechtsgenügeliche Delegation darstellt, zumal der Gesetzgeber selbst eine aktive Verwaltung (i.S. der Fremdverwaltung) für die Unterstellung unter das KAG voraussetzt.²⁷⁴ Nach der hier vertretenen Ansicht hält der Zweckartikel lediglich in allgemeiner Weise fest, aus welchen Gründen das KAG geschaffen wurde und welchen Grundsätzen es sich verpflichtet hat, ohne jedoch zusätzliche Gesetzgebungskompetenzen zu schaffen.²⁷⁵ Aus der Botschaft, die lediglich Erläuterungen beinhalten soll,²⁷⁶ eine Gesetzgebungskompetenz abzuleiten, führt u.E. ebenfalls zu weit.²⁷⁷

Aufgrund dieser Umstände ist festzustellen, dass die FINMA bei der Bildung elementarer Kriterien von ETF ohne ausreichende demokratische Legitimation (i.e. Rechtsetzung durch Rundschreiben, keine Kompetenz zum Erlass einer Verordnung) handelt und folglich das Legalitätsprinzip von Art. 5 Abs. 1 BV verletzt.²⁷⁸

3. Zulässigkeit des Status quo im Hinblick auf die Risiken?

ETF eilt der Ruf voraus, aufgrund ihrer Indexorientiertheit und ihrer Börsenkotierung risikoarm²⁷⁹ zu sein. Daher stellt sich die Frage, ob und inwiefern sich eine Unterstellung unter das KAG seitens der FINMA im Hinblick auf die von ETF ausgehenden Risiken rechtfertigt. Der Schutz der Anleger ist – neben der Transparenz und der Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen – erklärtes Ziel des KAG.²⁸⁰ Die Anleger sollen in ihrer Funktion als Kapitalgeber geschützt werden, nicht aber vor Kursverlusten, welche die Allokationsfunktion des Marktes mit sich bringt. Ferner wird der Anleger nicht vor sich selbst geschützt, indem ihm bestimmte riskante Investitionen verboten werden, da sie zu Verlusten führen könnten. Der Anlegerschutz des KAG beschlägt vielmehr jene Verluste, welche auf unlauteres Verhalten oder die Insolvenz eines Finanzintermediärs zurückzuführen sind.²⁸¹

²⁶⁶ Art. 164 Abs. 2 BV. RENÉ WIEDERKEHR/PAUL RICHLI, *Praxis des allgemeinen Verwaltungsrechts, Eine systematische Analyse der Rechtsprechung*, Bern 2012, N 1376 mit Verweisen auf die Rechtsprechung.

²⁶⁷ THOMAS JUTZI, *Anerkannte Mindeststandards als «Zwitterform» der Finanzmarkt(selbst)regulierung*, in: Kunz/Weber/Lienhard/Fargnoli/Kren Kostkiewicz (Hrsg.), *Berner Gedanken zum Recht, Festgabe der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern für den Schweizerischen Juristentag 2014*, Bern 2014, 197 ff., 210 m.w.H. Bei der Schaffung zusätzlicher Genehmigungsvoraussetzungen kann es sich im Übrigen nicht mehr um eine blosser Vollziehungsverordnung handeln; vielmehr ist zu prüfen, ob die Voraussetzungen einer gesetzesvertretenden Verordnung erfüllt sind. Siehe zu den Unterschieden dieser Verordnungsarten WIEDERKEHR/RICHLI (FN 266), N 403 ff. bzw. N 439 mit Verweisen auf die Rechtsprechung.

²⁶⁸ SCHÄREN (FN 5), 351.

²⁶⁹ Weiter lässt die Bestimmung von Art. 14 Abs. 1^{ter} KAG darauf schliessen, dass für die Schaffung zusätzlicher Voraussetzungen der Bundesrat zuständig und eine explizite Kompetenz verankert sein müsste.

²⁷⁰ Die Grundanliegen eines Erlasses werden in dessen Zweckartikel festgehalten, vgl. GEORG MÜLLER/FELIX UHLMANN/DAVID HOFSTETTER, *Elemente einer Rechtssetzungslehre*, 3. A., Zürich 2013, N 351.

²⁷¹ MÜLLER/UHLMANN/HOFSTETTER (FN 270), N 304. Demgegenüber reichen die Zweckartikel als einzige Grundlage eines Entscheidens im Einzelfall nicht aus, vgl. MÜLLER/UHLMANN/HOFSTETTER (FN 270), N 351.

²⁷² Botschaft KAG (FN 11), 6435.

²⁷³ Botschaft KAG (FN 11), 6435.

²⁷⁴ Botschaft KAG (FN 11), 8418; eine entsprechende Delegation verneinend: SCHÄREN (FN 174), 118.

²⁷⁵ Es bleibt darauf hinzuweisen, dass es bereits am hinreichend konkretisierten Regelungsgegenstand mangelt, da ETF weder implizit noch explizit in Art. 1 KAG genannt werden.

²⁷⁶ Vgl. MÜLLER/UHLMANN/HOFSTETTER (FN 270), N 444.

²⁷⁷ Dafür spricht im Übrigen ebenfalls der Umstand, dass anlässlich der parlamentarischen Beratungen zur Einführung des KAG ETF nie thematisiert wurden, vgl. Amtl. Bull. NR FS 2006, Amtl. Bull. NR S 2006, Amtl. Bull. SR S 2006.

²⁷⁸ Gl.A.: SCHÄREN (FN 5), 351.

²⁷⁹ Siehe zu den Risiken Kapitel IV.

²⁸⁰ Art. 1 KAG. Statt vieler Botschaft KAG (FN 11), 6407, 6412; BSK KAG–WINZELER, Art. 1 N 14.

²⁸¹ Siehe dazu statt vieler JUTZI/SCHÄREN (FN 201), N 24 ff. m.w.H.

Zumal das KAG eine Instituts- wie auch eine Produktauf-sicht vorsieht, wird der Anlegerschutz im KAG stärker verwirklicht als im übrigen Finanzmarktrecht – Grund für diesen Schutz bildet der Umstand, dass die Anleger aufgrund der Fremdverwaltung keinen Einfluss auf die Verwaltung des Anlagevermögens ausüben können, «was ein besonderes Risiko der Unsorgfalt, der Inkompetenz und des Missbrauchs in sich birgt».²⁸² Der Geltungsbe-reich des KAG bezweckt, missbräuchliche Unterstellun-gen zu verhindern, «[...] bei denen sachfremde Produkte, die begrifflich keine kollektiven Kapitalanlagen darstel-len, aufgrund der Beanspruchung des «Gütesiegels» eines beaufsichtigten Produkts mit einem Wettbewerbsvorteil vertrieben werden können».²⁸³ Freilich führt die Unter-stellung aber auch zu Kosten, die letztlich vom Anleger zu tragen sind.²⁸⁴ Der Anlegerschutz bewirkt daher auch eine Verteuerung des eigentlichen Produkts, womit sich die Frage aufdrängt, ob der Nutzen des Anlegerschutzes dessen Kosten im Zusammenhang mit ETF auszugleichen vermag.²⁸⁵

Plain Vanilla ETF bilden einen Index 1:1 nach, sind da-her für den Anleger leicht verständlich und weisen in der Regel keine versteckten Kosten auf. Diesem Konstrukt ist kein Mechanismus eigen, der eine Unterstellung aus Anle-gerschutzgründen rechtfertigen würde; es geht einzig um das «Gütesiegel» der FINMA, das zu einem Wettbewerbs-vorteil führen und zur Steigerung der Attraktivität dienen soll. *Plain Vanilla ETF* sind u.E. nicht schutzwürdig. *ETF 2.0* sind für den Anleger diffuser, da die synthetische Re-plikation die Gefahr von wenig Transparenz und hoher Komplexität birgt. Gerade bei gehebelten und inversen Produkten sind die Verlustmöglichkeiten exponentiell und eine Unterstellung aus Gründen des Anlegerschutzes nicht abwegig, um Missbrauch vorzugreifen. *Exotische ETF* haben mit klassischen ETF oftmals nur noch die Be-zeichnung gemein – für den Anleger ist dies irreführend, zumal das dahinterliegende Konzept nur schwer nachvoll-ziehbar ist bzw. mehr mit einer aktiven Verwaltung als mit *Plain Vanilla ETF* verglichen werden kann. Sowohl aus Sicht der (tendenziell) vorliegenden Fremdverwaltung, als auch im Hinblick auf die Täuschungsgefahr ist eine Schutzwürdigkeit in diesem Fall am ehesten zu bejahen. *Aktive ETF* sind, wie bereits ausgeführt, mit *Plain Vanil-la ETF* schon deswegen nicht gleichzusetzen, da sie eine aktive Anlagestrategie verfolgen und damit Fremdver-waltung i.S.v. Art. 7 KAG vorliegt.²⁸⁶ Einerseits kann die Schutzwürdigkeit aufgrund des Kriteriums der Fremdver-waltung – und der daraus folgenden Qualifikation als kollektive Kapitalanlage – bejaht werden, andererseits ist die

Verwechslungsgefahr mit *Plain Vanilla ETF* für die Anle-ger dermassen frappant, dass auch in dieser Hinsicht ein Schutzbedürfnis besteht.²⁸⁷

Zumal der Anleger nicht mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit aus der Bezeichnung schliessen kann, ob es sich um einen *Plain Vanilla ETF*, einen synthetisch replizierenden ETF oder gar um einen ETF der dritten Generation handelt, scheinen gewisse Massnahmen aus anlegerschutzrechtlichen Überlegungen angezeigt bzw. ein Konzept unumgänglich, welches bei sämtlichen Er-scheinungsformen von ETF zu Rechtssicherheit führt. Da jedoch die FINMA zur Bildung zusätzlicher Kriterien für die Unterstellung von ETF unter das KAG nicht legiti-miert ist, muss das formelle Gesetz ergänzt werden.²⁸⁸

4. Lösungsvorschläge de lege ferenda

Die in Art. 6 Abs. 1 KAG legifizierte Kompetenz gibt dem Bundesrat die Möglichkeit, bisher unbekannte ähnl-iche kollektive Anlageformen dem Gesetz zu unterstellen, sofern der Schutzzweck dies erfordert und die Unterstel-lung verhältnismässig ist.²⁸⁹ Eine Unterstellung soll nur dann zulässig sein, wenn das Schutzbedürfnis der Anle-ger gleich ist wie jenes der dem KAG bereits unterstellten kollektiven Anlageformen, wohingegen die Rechts- bzw. Organisationsform der kollektiven Kapitalanlage bloss ähnlich zu sein braucht.^{290, 291} Die Gleichartigkeit des Schutzbedürfnisses ist prima vista nicht ausgeschlossen, zumal eine Nichtunterstellung von ETF im Ergebnis stö-rend sein kann.²⁹² Allerdings stellt die Fremdverwaltung das zentrale Anliegen der kollektivanlagenrechtlichen Aufsicht überhaupt dar, weswegen eine zusätzliche Un-terstellung bei deren Fehlen schwerlich mit dem Schutz-

²⁸² JUTZI/SCHÄREN (FN 201), N 25.

²⁸³ JUTZI/SCHÄREN (FN 201), N 71.

²⁸⁴ Vgl. Art. 7 Abs. 2 lit. a FINMAG.

²⁸⁵ A.A.: KÜHNE (FN 202), N 148, der keine Abwägung vornimmt.

²⁸⁶ Vgl. oben Kapitel V.2.1.bc.

²⁸⁷ So ist denn auch bezeichnend, dass sich die Behörden der Proble-matik dieser Anlageform offenbar bewusst sind: «Diese Produkte unterscheiden sich so stark von herkömmlichen ETF, dass die Fi-nanzmarktaufsicht FINMA die Schweizer Börse SIX angewiesen hat, ein eigenes Börsensegment dafür zu schaffen, um die Anleger nicht zu verwirren», vgl. <<https://finanzportal.vermoegenszentrum.ch/Wissen-Tools/Wissen-Tools/Wissen/Finanzwissen/etf/ETF-Angebot-wird-unuebersichtlich.html?lang=de>>. Die SIX unterteilt ETF auf ihrer Website daher in aktive und passive ETF «zugunsten einer einfacheren Unterscheidung», vgl. <https://www.six-swiss-exchange.com/funds/active_etf_de.html> sowie Medienmitteilung SIX Swiss Exchange (FN 131), 1. Obschon die Strategie von aktiven ETF mit den *Plain Vanilla ETF* nicht zu vergleichen ist, sollen aktive ETF faktisch trotzdem von den Vorteilen des börslichen Handels, mithin dem iNAV und dem Market Maker, profitieren, siehe hierzu Medien-mitteilung SIX Swiss Exchange (FN 131), 1.

²⁸⁸ Siehe auch HARALD BÄRTSCHI, Finanzmarktregulierung im Fluss, SZW 2014, 459 ff., 463 zur Finanzmarktregulierung allgemein.

²⁸⁹ BSK KAG–PFENNINGER/NÜESCH, Art. 6 N 2; SCHÄREN (FN 174), 237.

²⁹⁰ BSK KAG–PFENNINGER/NÜESCH, Art. 6 N 2.

²⁹¹ Mit Art. 6 KAG sollte die gesetzgeberische Flexibilität zur Erfas-sung neuer Sachverhalte gewährleistet werden, zumal sich die Fi-nanzmärkte dynamisch entwickeln, vgl. BSK KAG–PFENNINGER/NÜESCH, Art. 6 N 3; SCHÄREN (FN 174), 240 m.w.H.

²⁹² WICKI (FN 5), 246.

zweck des KAG zu vereinbaren sein dürfte.²⁹³ Ferner ist anzumerken, dass diese Kompetenz des Bundesrates mit der Einführung des FIDLEG aufgehoben wird,²⁹⁴ weswegen nicht weiter auf diese Möglichkeit eingegangen wird.²⁹⁵

ETF unterstehen dem Geltungsbereich des KAG nicht, da sie mangels Fremdverwaltung nicht als kollektive Kapitalanlage qualifizieren.²⁹⁶ Insofern ist u.E. der Geltungsbereich im Rahmen einer Teilrevision des KAG zu erweitern bzw. Art. 2 KAG um eine weitere litera zu ergänzen, in welcher ETF dem KAG explizit unterstellt werden. Die Definition eines ETF ist ebenfalls auf Gesetzesstufe und in einem neu zu schaffenden Artikel vorzunehmen. In diesem Artikel ist der FINMA die Kompetenz zu erteilen, entsprechende gesetzesvertretende sowie vollziehende Verordnungsbestimmungen zu erlassen, um die heute geltende Praxis rechtstaatlich zu legitimieren.²⁹⁷ Insbesondere ist auf die Handhabung von aktiven ETF einzugehen, mithin darauf hinzuweisen, dass sie zwar der ETF-Definition infolge der aktiven Verwaltung nicht entsprechen, ihnen aber gleichgestellt werden. Zudem ist u.E. der FINMA die Möglichkeit einzuräumen, Konstrukten, die nicht der gesetzlichen Definition eines ETF entsprechen, aber dennoch die Bezeichnung ETF führen wollen, die Bewilligung weiter zu erschweren. Denkbar ist weiter eine Präzisierung des Begriffs der Fremdverwaltung, so dass künftig auch bestimmte passive Anlagestrategien vom KAG erfasst werden.²⁹⁸ Ferner müsste auch das Open-End-Prinzip eine Flexibilisierung erfahren, um eine Hybridkonstruktion mit dem Ausschluss des Rückgaberechts auf Stufe Retailanleger explizit zu ermöglichen.²⁹⁹

VI. Fazit und Ausblick

ETF sind ungebrochen im Trend. Dieser ETF-Trend hat zu einer Vervielfältigung des Angebots geführt, welche aber die Gefahr der Unübersichtlichkeit mit sich bringt: Die Anleger (teilweise) kompliziert aufgebauter Produkte müssen nicht nur Transparenzeinbussen, sondern auch höhere Kosten in Kauf nehmen und laufen Gefahr, den eigentlichen Plain Vanilla ETF zu «verpassen». Aufgrund der Angebotsdichte herrscht demgegenüber ein eigentlicher Preiskampf der Gebühren von ETF, wovon letztlich

die Anleger profitieren.³⁰⁰ Ein Ende desselben ist nicht absehbar. Derzeit erleben Themen-ETF einen Boom, werden von Experten aber nicht als Kernanlagen erachtet.³⁰¹ Nicht nur stellt sich den Anlegern neuerdings die Frage, ob sie beispielsweise in Indizes mit Titeln von Robotik, Kryptowährungen oder Automation infolge des hohen Trendpotentials investieren sollen,³⁰² sondern drängt sich ihnen auch die Frage auf, ob die Robotik Eingang in die Anlageberatung bzw. die Tätigkeit des Fondsmanagers finden wird.³⁰³ Wie lange der Boom und das Wachstum von ETF noch werden anhalten können, ist fraglich: So sind einerseits nicht kotierte Indexfonds im Kommen,³⁰⁴ andererseits ist gemäss EDWARD C. CHANG/THOMAS M. KRUEGER geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen der Vorzug gegenüber ETF – trotz deren tieferen Kosten – zu geben, da deren Performance im Zeitvergleich besser ist.³⁰⁵

Nach der hier vertretenen Ansicht sind ETF, ungeachtet ihrer Replikationsart oder Strategie, de lege lata weder bewilligungspflichtig, noch bewilligungsfähig. Die Pra-

³⁰⁰ Vgl. NEWS TICKER, Der Gebührenkrieg geht weiter, 10x10 – The ETF & ETP Newsletter 8/2016, 4. Siehe aber auch CLAUDIA GABRIEL, Vorsicht vor Giftzwergen, Auf Europas Markt für Indexanlagen ist die Zeit für eine Bereinigung gekommen, NZZ vom 18. Juli 2017, 29, wo vor zu kleinen ETF gewarnt wird.

³⁰¹ PFIFFNER (FN 121), 9.

³⁰² Siehe hierzu CHARLOTTE JACQUEMART, Wie Anleger die richtigen Themenfonds finden, NZZ am Sonntag vom 9. Oktober 2016, 35. Siehe zur Kryptowährung statt vieler WERNER GRUNDLEHNER, Wenn schon Bitcoin – dann so, Wilde Kurssprünge bringen auch Skeptiker auf den Geschmack der digitalen Währung, NZZ vom 3. Juli 2017, 26.

³⁰³ Als Robo-Advisors werden Plattformen bezeichnet, welche automatisierte Anlageempfehlungen anbieten; sei es nun in der Form der Vermögensverwaltung, der Anlageberatung oder sog. «execution-only» Verträgen, vgl. ROLF H. WEBER/RAINER BAISCH, Regulierung von Robo-Advice, AJP 2016, 1065 ff., 1066 ff. Die Kosten von Robo-Advice sind regelmässig tiefer als die Gebühren der traditionellen «menschlichen» Finanzdienstleistungsberatung, der Zugang zu den Finanzdienstleistungen für den Kunden einfacher und die Dienstleistungsqualität konsistenter, zumal die eingesetzte Software auf einem wiederholbaren und nachvollzugsfähigeren Prozess beruht, WEBER/BAISCH (FN 303), 1070. Da zumeist in passive Produkte investiert wird, kann ein Anleger nicht mit einer Überrendite rechnen. Im Übrigen behagt das Investieren mit Maschinen vielen Anlegern nicht, siehe WERNER GRUNDLEHNER, Wenn der Computer die Tipps gibt, Die digitale Vermögensverwaltung wird die Bankenbranche umkrempeln, NZZ vom 5. September 2016, 25. Siehe auch CLAUDIA GABRIEL, Private Banking ohne Banker, Angebote für ein automatisiertes Anlegen via «Robo-Advisors» nehmen auch in der Schweiz zu, NZZ vom 3. August 2015, 21. Die Studie Fondswissen Schweiz (FN 3), 34 bzw. 28, stellt fest, dass 63 % der Befragten ihre Anlageentscheide bevorzugterweise mit ihrem Berater fällen bzw. dass gemäss 89 % der Befragten das Vertrauen in den Berater eine Grundvoraussetzung beim Fondseinkauf bildet.

³⁰⁴ Vgl. statt vieler MICHAEL FERBER, Nicht kotierte Indexfonds im Kommen, Nach CS und Swisscanto macht Blackrock die Produkte für Privatanleger zugänglich, NZZ vom 1. September 2016, 29.

³⁰⁵ EDWARD C. CHANG/THOMAS M. KRUEGER, The Case for Country-specific Closed-end Funds Instead of Exchange-traded Funds, International Business Research 5/2012, 3. Siehe auch JOEL T. HARPER/JEFF MADURA/OLIVER SCHNUSENBERG, Performance comparison between exchange-traded funds and closed-end country funds, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 16/2006, 104, passim.

²⁹³ SCHÄREN (FN 174), 236.

²⁹⁴ Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015 8901 ff., 9008 f.

²⁹⁵ Vgl. aber allgemein dazu SCHÄREN (FN 174), 241.

²⁹⁶ Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Art. 7 Abs. 1 KAG.

²⁹⁷ Siehe zu den Begriffen FN 267.

²⁹⁸ WICKI (FN 5), 246; SCHÄREN (FN 5), 352.

²⁹⁹ SCHÄREN (FN 5), 352.

xis der FINMA entspricht dem Bedürfnis, ETF aufgrund ihrer Struktur einem aufsichtsrechtlichen Rahmen zu unterstellen, entbehrt jedoch einer gesetzlichen Grundlage.³⁰⁶ Es ist Aufgabe des Gesetzgebers, ETF infolge des aufgrund der Vielfalt aufgetretenen Schutzbedürfnisses dem KAG zu unterstellen. Mit einer eindeutigen und einheitlichen Regulierung von ETF kann die Schweiz schliesslich zur Rechtssicherheit dieses Gebildes wie auch zu ihrem eigenen Standortvorteil beitragen.

³⁰⁶ Gl.A.: SCHÄREN (FN 5), 352.