

Schwanengasse 12  
Postfach  
CH-3001 Bern  
Telefon +41 31 322 69 11  
Telefax +41 31 322 69 26  
info@ebk.admin.ch  
www.ebk.admin.ch



Eidgenössische Bankenkommission  
Commission fédérale des banques  
Commissione federale delle banche  
Swiss Federal Banking Commission

**Positionspapier der**

**Eidg. Bankenkommission**

betreffend

**Geltungsbereich des AFG –**

**strukturierte Produkte und andere Finanzvehikel**

27. April 2005



## INHALTSVERZEICHNIS

<b>1</b>	<b>Einleitung.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Rechtliches.....</b>	<b>4</b>
2.1	Anlagefonds Schweiz.....	4
2.2	Anlagefonds Ausland.....	5
2.3	Entwurf für ein BG über die kollektive Kapitalanlage (E-KAG).....	6
<b>3</b>	<b>Aktuelle Position der EBK.....</b>	<b>6</b>
3.1	Prospektpflicht von strukturierten Produkten.....	6
3.2	Strukturierte Produkte.....	7
3.2.1	Allgemein.....	7
3.2.2	Aktiv verwaltete open-end Produkte.....	8
3.2.3	Special Purpose Vehicles (SPV).....	11
3.2.3.1	Schweizerische SPV.....	11
3.2.3.2	Ausländische SPV.....	11
3.3	Andere Finanzvehikel (i.d.R. Emission von Beteiligungskapital).....	12
3.3.1	Emissionen von Mitgliedsrechten durch schweizerische Gesellschaften.....	12
3.3.2	Emissionen von Mitgliedsrechten durch ausländische Gesellschaften.....	12
3.3.2.1	Open-end Struktur.....	12
3.3.2.2	Closed-end Struktur.....	13
3.3.2.2.1	Allgemein.....	13
3.3.2.2.2	Limited Partnership.....	13
3.4	Indirekter Vertrieb ausländischer Anlagefonds.....	14
3.4.1	Physische Lieferung.....	14
3.4.2	Abbildung der Performance ausländischer Anlagefonds.....	14
3.5	Offenlegung.....	15
3.6	Zusammenfassung.....	15
<b>4</b>	<b>Weiteres Vorgehen.....</b>	<b>17</b>
<b>5</b>	<b>Anhang (Zusammenfassung bisherige Praxis der EBK).....</b>	<b>18</b>



## 1 Einleitung

Strukturierte Produkte haben in den letzten 30 Jahren einen tiefgreifenden Wandel durchgemacht. Anfänglich wurden Finanzprodukte jeweils nur für eine kleine Anzahl von Investoren (namentlich institutionelle Anleger) strukturiert und ohne öffentliche Werbung platziert. In den 80er-Jahren des letzten Jahrhunderts wurde der Retailmarkt entdeckt, wobei vor allem statische Zertifikate auf einen Aktienindex oder einen Aktienkorb (Basket) oder einfache kapitalgeschützte Produkte emittiert wurden. Heute sind die Produkte oft dynamisch strukturiert<sup>1</sup>, werden mitunter aktiv verwaltet und dem Anleger wird zum Teil das Recht eingeräumt, seine Anlage jederzeit zum inneren Wert (Net Asset Value oder NAV) zu kündigen. Strukturierte Produkte werden somit in zunehmendem Mass fondsähnlicher. Es stellt sich daher die Frage, ob diese unter den Geltungsbereich des Anlagefondsgesetzes (AFG) fallen.

Die Börse SWX unterscheidet drei Arten von strukturierten Produkten, nämlich Zertifikate, Produkte mit Maximalrendite und kapitalgeschützte Produkte.<sup>2</sup> Sämtliche drei Arten werden normalerweise öffentlich dem gleichen Zielpublikum angeboten wie Anlagefonds, und zwar als Alternative zu diesen. Auch von der Anlagepolitik und dementsprechend vom Marktrisiko- / Renditeprofil her unterscheiden sich strukturierte Produkte vielfach kaum von Anlagefonds. Sie können deshalb vom Publikum leicht verwechselt werden. Beide Produkte werden zudem auch in der Vermögensverwaltung eingesetzt. Anlagefonds und strukturierte Produkte stehen somit in direkter Konkurrenz zueinander. Nur erstere unterstehen indes einer spezialgesetzlichen Produktaufsicht, was ein Anlegerschutzniveaudefizit letzterer zur Folge hat (vgl. Ziff. 3.2.2 S. 10). Vor dem Hintergrund des Grundsatzes „same business, same risk, same rules“ stellt sich somit die Frage, ob ein Handlungs- und Regelungsbedarf besteht.

---

<sup>1</sup> Die EStV unterscheidet klassische und dynamische Zertifikate. Gemäss Anhang III zum Kreisreiben Nr. 4 vom 12. April 1999, 2. Auflage vom 28. Januar 2002, haben „auch die dynamischen Index- und Basketzertifikate in wirtschaftlicher Hinsicht eine Investition in Aktienmärkte oder Aktienkörbe zum Gegenstand. Im Unterschied zu den klassischen werden die den dynamischen Zertifikaten zu Grunde liegenden Werte aktiv bewirtschaftet, indem die Zusammensetzung des bei Emission definierten Index oder Baskets während der Laufzeit der Papiere geändert werden kann. Solche Zertifikate sind grundsätzlich steuerlich als anlagefondsähnliche Vermögen zu qualifizieren mit den hierfür geltenden einkommens- und gegebenenfalls verrechnungssteuerlichen Folgen. Werden indessen die folgenden Bedingungen kumulativ eingehalten und werden dynamische Index- und Basketzertifikate damit (lediglich) passiv bewirtschaftet, geniessen sie die gleiche steuerliche Beurteilung wie klassische Zertifikate: (1) Die im Index oder Basket enthaltenen Aktien werden während der Laufzeit des Zertifikates nach genau definierten und im Voraus festgelegten objektiven Kriterien (wie z.B. Marktkapitalisierung, Liquidität, P/E-Ratio usw.) selektioniert und bewirtschaftet. (2) Diese Kriterien sind in den Index- oder Basketspezifikationen festzuhalten und bleiben während der Laufzeit des Zertifikates unverändert. (3) Die spezifisch zum Zweck der Zertifikatsemission errichteten Indizes oder Baskets sind unbefristet und beim zuständigen Patentamt als Handelsmarke registriert.“

<sup>2</sup> Vgl. [http://www.swx.com/trading/products/derivatives\\_de.html](http://www.swx.com/trading/products/derivatives_de.html).



Die Praxis der Eidg. Bankenkommission (EBK), die auf Einzelfallentscheiden beruht (vgl. Zusammenfassung unter Ziff. 5 Anhang), wurde vom rasanten Wandel namentlich der strukturierten Produkte überholt und ist als Folge eben dieser Kasuistik nicht mehr in allen Teilen konsistent. Es ist deshalb nötig, eine Auslegeordnung vorzunehmen und die Praxis auf eine neue Basis zu stellen. Im Folgenden wird dargelegt, wie die EBK strukturierte Produkte und andere Finanzvehikel vor dem Hintergrund des Geltungsbereichs des AFG rechtlich einordnet sowie eine überarbeitete und wieder konsistente Praxis entwickelt. Es gilt zu berücksichtigen, dass der vorliegende Bericht aus dem Blickwinkel des AFG verfasst wurde und weitere rechtliche Anknüpfungspunkte wie Bankengesetz, Börsengesetz, Geldwäschereigesetz, Obligationenrecht etc. weitgehend ausgeblendet wurden.

## 2 Rechtliches

Im Hinblick auf die Klärung der Frage, ob und allenfalls inwieweit strukturierte Produkte und andere Finanzvehikel dem Anlagefondsgesetz unterstehen, wird im Folgenden der Geltungsbereich des AFG summarisch wiedergegeben.

### 2.1 Anlagefonds Schweiz

Ein Anlagefonds ist gemäss der Legaldefinition von Art. 2 Abs. 1 AFG ein **Vermögen**, das aufgrund **öffentlicher Werbung** von den Anlegern zur **gemeinschaftlichen Kapitalanlage** aufgebracht und von der **Fondsleitung** in der Regel nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger **verwaltet** wird. Art. 3 Abs. 1 AFG präzisiert, dass dem AFG nur Vermögen unterstellt sind, die aufgrund eines Kollektivanlagevertrages verwaltet werden (eben der vertragsrechtliche Anlagefonds). Vermögen hingegen, die in anderer Form, insbesondere in gesellschaftsrechtlicher, verwaltet werden, unterstehen dem AFG nicht (Art. 3 Abs. 2 AFG).

Obwohl die öffentliche Werbung eines der Begriffsmerkmale der Legaldefinition des schweizerischen Anlagefonds bildet, ist sie mit dem Inkrafttreten des aktuellen AFG 1995 faktisch als konstitutives Element weggefallen. Sie dient einzig<sup>3</sup> der Abgrenzung des öffentlichen Fonds vom bankinternen Sondervermögen (vgl. Art. 4 Abs. 2 und Art. 75 Abs. 5 Bst. b AFG).<sup>4</sup> Bei der rechtlichen Qualifikation eines schweizerischen Finanzprodukts als Fonds sind somit die drei Elemente Vermögen<sup>5</sup>, gemeinschaftliche<sup>6</sup> Kapi-

---

<sup>3</sup> Neben der Legaldefinition ist die öffentliche Werbung noch beim Vertriebsträger von Belang, weil der öffentliche Vertrieb von Fondsanteilen bewilligungspflichtig ist (Art. 22 Abs. 1 AFG i.V.m. Art. 1a AFV).

<sup>4</sup> Diesem Umstand trägt der E-KAG Rechnung. Die öffentliche Werbung wurde als Begriffsmerkmal aus der Legaldefinition entfernt (vgl. auch EBK-RS 03/1 Öffentliche Werbung / Anlagefonds RZ 5). Beim europäischen UCITS ist die öffentliche Werbung ebenfalls nicht Gegenstand der Legaldefinition.

<sup>5</sup> Mit Vermögen ist die Schaffung eines Sondervermögens gemeint. Gemäss Bundesgericht bezeichnet Sondervermögen „eine Gesamtheit von Vermögenswerten, die von der Fondsleitung für Rechnung der Anleger wie fiduziarisches Eigentum verwaltet werden, vom eigenen Vermögen der Fondsleitung aber zu trennen sind und deshalb eine als Sondervermögen bezeichnete



talanlage<sup>7</sup> und Fremdverwaltung entscheidend. Damit ein strukturiertes Produkt oder anderes Finanzvehikel schweizerischer Provenienz nicht unter den Geltungsbereich des AFG fällt, muss mindestens eines dieser Merkmale fehlen.

## 2.2 Anlagefonds Ausland

Der Geltungsbereich des AFG ist bei ausländischen Produkten weiter gefasst als bei schweizerischen. Gemäss Art. 3 Abs. 3 AFG sind ausländische Anlagefonds, deren Anteile in der Schweiz vertrieben werden, unabhängig von ihrer rechtlichen Ausgestaltung den einschlägigen Bestimmungen dieses Gesetzes unterstellt.

Gemäss Art. 44 Abs. 1 AFG gelten als ausländische Anlagefonds einerseits Vermögen, die aufgrund eines Kollektivanlagevertrags (vertragsrechtliche Form) oder eines andern Vertrags mit ähnlicher Wirkung (namentlich Trust) geüfnet wurden und von einer Fondsleitung mit Sitz und Hauptverwaltung im Ausland verwaltet werden (Bst. a) und andererseits Gesellschaften (körperschaftliche Form) mit Sitz und Hauptverwaltung im Ausland, deren Zweck die kollektive Kapitalanlage ist und bei denen der Anleger gegenüber der Gesellschaft selbst oder einer ihr nahestehenden Gesellschaft das Recht auf Auszahlung seines Anteils hat (Bst. b). Ebenfalls dem AFG unterstehen gemäss Art. 44 Abs. 2 AFG andere ausländische Vermögen oder ausländische Gesellschaften, die in ihrem Herkunftsland einer Aufsicht über Anlagefonds unterstehen. Absatz 1 geht von der open-end Struktur des Anlagefonds aus und Absatz 2 beschlägt gemäss langjähriger Praxis der EBK die sog. closed-end Struktur (vgl. Ziff. 5 Anhang Bst. b).

Fällt ein ausländisches Finanzprodukt nicht unter den Geltungsbereich von Art. 44 AFG, so ist jeweils noch zu prüfen, ob allenfalls ein fondsähnliches Produkt i.S.v. Art. 2 Abs. 3 AFV vorliegt.

Bei einem ausländischen Anlagefonds ist die öffentliche Werbung im Gegensatz zum schweizerischen Anlagefonds von Belang, da der öffentliche Vertrieb von Anteilen des ersteren in und von der Schweiz aus bewilligungspflichtig ist (Art. 45 Abs. 1 AFG i.V.m. Art. 1a AFV). Die Vertriebsbewilligung wird dem Vertreter des ausländischen Anlagefonds in der Schweiz erteilt (Art. 45 Abs. 3 AFG). Der nicht öffentliche Vertrieb von Anteilen ausländischer Anlagefonds ist in der Schweiz bewilligungsfrei möglich (vgl. EBK-RS 03/1 Öffentliche Werbung / Anlagefonds RZ 12 ff.).

---

Einheit bilden“ (BGE 110 II 86 3 a „Bellerive“). Das Sondervermögen geniesst im Konkursfall der Fondsleitung ein Absonderungsrecht und fällt nicht in die Konkursmasse (Art. 16 Abs. 1 AFG).

<sup>6</sup> Gemäss Praxis des BGER unterscheidet sich die Kollektivanlage von der Individualanlage dadurch, dass die Anlagebedürfnisse der Investoren gleichmässig befriedigt werden müssen (BGE 110 II 86 mit Verweisen). Kollektiv ist die Kapitalanlage jedenfalls dann, wenn „die Fondsleitung nicht in der Lage ist, die einzelnen Guthaben der Anleger unter Hinweis auf die konkrete Verwendung und den genauen Bestand ihres Vermögens zu individualisieren, sondern sich auf eine allgemeine Auskunft beschränken muss“.

<sup>7</sup> Als Kapitalanlage bezeichnet das Bundesgericht „jede längerfristig geplante Anlage von Geldern zur Erzielung eines Ertrages oder eines Wertzuwachses oder wenigstens zur Erhaltung der Substanz“ (BGE 116 Ib 79).



## 2.3 Entwurf für ein BG über die kollektive Kapitalanlage (E-KAG)

Gemäss Art. 11 Abs. 1 E-KAG gelten als strukturierte fondsähnliche Finanzinstrumente Instrumente wie Index- und Basketzertifikate sowie fondsgebundene Notes, welche zwar keine kollektiven Kapitalanlagen im Sinne dieses Gesetzes sind, jedoch aufgrund ihrer Struktur zur Täuschung oder Verwechslung mit diesen Anlass geben können. Abs. 2 bestimmt sodann, dass, wer für strukturierte fondsähnliche Finanzinstrumente öffentlich wirbt, zur Vermeidung der Täuschungs- und Verwechslungsgefahr mit kollektiven Kapitalanlagen in der Werbung und in den sonstigen Publikationen darauf hinzuweisen hat, dass das betreffende Instrument diesem Gesetz nicht untersteht. Obwohl der Geltungsbereich des neuen KAG weiter gefasst sein wird als jener des aktuellen AFG, sollen strukturierte Produkte nach wie vor nicht dem neuen Gesetz unterstellt sein. Angesichts der Verwechslungsgefahr mit beaufsichtigten Kollektivanlageprodukten soll indes eine gesetzliche „Etikettierungspflicht“ eingeführt werden.

Gemäss Art. 8 E-KAG sind kollektive Kapitalanlagen **Vermögen**, die zwecks **gemeinschaftlicher Kapitalanlage** für Rechnung einer **Mehrzahl von Anlegern** verwaltet und deren **Anlagebedürfnisse in gleichmässiger Weise** befriedigt werden. Die Legaldefinition des E-KAG basiert mithin auf dem geltenden Recht und der geltenden BGer-Praxis und enthält daher keine wesentlichen Neuerungen (vgl. Ziff. 2.1). Der Geltungsbereich des aktuellen AFG ist für schweizerische Fonds relativ eng definiert (vgl. Ziff. 2.1), für ausländische Fonds wiederum weiter gefasst (vgl. Ziff. 2.2). Der Geltungsbereich des E-KAG indes ist für schweizerische und ausländische Fonds identisch, da neu auch schweizerische Fonds in der körperschaftlichen Form gebildet werden können. Gleichwohl werden sich unter dem neuen Gesetz zur Abgrenzung der kollektiven Kapitalanlagen von den strukturierten Produkten voraussichtlich ähnliche Fragen stellen wie heute, und zwar namentlich, ob ein (Sonder-)Vermögen geschaffen wird (vgl. Ziff. 3.2.1 und FN 5).

## 3 Aktuelle Position der EBK

### 3.1 Prospektpflicht von strukturierten Produkten

Anleiensobligationen (nachstehend auch „Anleihen“) dürfen nur aufgrund eines Emissionsprospekts öffentlich zur Zeichnung aufgelegt werden (Art. 1156 Abs. 1 OR). Aus dieser Prospektpflicht ergibt sich für alle, die am Prospekt mitgewirkt haben, eine Prospekthaftung (Art. 1156 Abs. 3 OR). Vor diesem Hintergrund ist somit die Frage von Bedeutung, ob strukturierte Produkte Anleihen sind. In der Lehre und in den BGer-Entscheiden sind verschiedene Definitionen des Begriffs „Anleihe“ zu finden, welche sich jedoch sehr ähnlich sind. Eine gängige Definition lautet: „Eine Anleihe kann als ein in Teilbeträgen aufgeteiltes Grossdarlehen mit einheitlichen Bedingungen betr. Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Zeichnungsfrist und Liberierungsdatum definiert werden“ [vgl. Basler Kommentar (BSK) OR II Rolf Watter, Art. 1156 N 2]. Diese Bedingungen müssen nicht fix, sondern können variabel sein. Bei Indexanleihen (namentlich inflationsgeschützte Anleihen) bspw. sind Kapital und/oder Zinsen an einen Index gebunden (vgl.



Gründzüge des Emissionsrechts, Andreas Rohr, S. 64). Die Bedingungen sind indes **zum Voraus** (bzw. im Zeitpunkt der Emission) zu definieren.

Somit sind sämtliche Darlehen, welche in Teilbeträge aufgeteilt sind und zu gleichen, im Voraus festgelegten Bedingungen ausgegeben werden, Anleihen. Strukturierte Produkte sind Schuldverschreibungen, die massenweise zu gleichen, normalerweise im Zeitpunkt der Emission definierten Bedingungen ausgegeben werden. Die EBK ist daher der Ansicht, dass **strukturierte Produkte im Allgemeinen als Anleihen qualifizieren**. Dies wird durch die Tatsache unterstrichen, dass der Investor bei einer Obligation wie auch bei einem strukturierten Produkt eine Forderung erwirbt, die dem Emittentenrisiko ausgesetzt ist. Strukturierte Produkte dürfen demzufolge nur in Verbindung mit einem Emissionsprospekt gemäss Art. 1156 OR öffentlich ausgegeben werden.

Die Bestimmungen über die Prospektspflicht sind für alle öffentlichen Emissionen anwendbar, welche in der Schweiz erfolgen. Art. 1156 OR stellt auf den Emissionsort ab und nicht auf das Domizil des Emittenten. Somit unterliegen in- wie auch ausländische Emittenten von strukturierten Produkten grundsätzlich der Prospektspflicht (vgl. Gründzüge des Emissionsrechts, Andreas Rohr, S. 191 und BSK OR II Rolf Watter, Art. 1156 N 15).

## 3.2 Strukturierte Produkte

### 3.2.1 Allgemein

Strukturierte Produkte werden in der Regel als Schuldverschreibungen emittiert. Der Anleger erwirbt eine Forderung gegen den Emittenten, welcher den Emissionserlös auf der Passivseite seiner Bilanz als **Fremdkapital**<sup>8</sup> verbucht. Letzterer ist in der Verwendung der erhaltenen Mittel frei. Der Emittent kann das mit dem strukturierten Produkt übernommene Risiko absichern, muss dies aber nicht. Fällt er in Konkurs, so hat der Gläubiger nicht wie der Anleger eines Anlagefonds ein Absonderungsrecht an irgend welchen Aktiven, sondern lediglich eine Forderung gegen die Konkursmasse. Der Anleger trägt mithin das volle Emittentenrisiko. Dies wiederum bedeutet aber, dass kein Sondervermögen gebildet wird und damit ein Merkmal der Legaldefinition eines schweizerischen Anlagefonds fehlt (vgl. Ziff. 2.1). Beim ausländischen Anlagefonds wird das Vorhandensein eines Sondervermögens ebenfalls vorausgesetzt (vgl. Ziff. 2.2). Die EBK ist daher der Meinung, dass strukturierte Produkte schweizerischer wie auch ausländischer Emittenten grundsätzlich nicht unter den Geltungsbereich des AFG fallen. Vorbehalten bleiben die nachfolgenden Spezialfälle (vgl. Ziff. 3.2.2 und 3.2.3).

Demzufolge dürfen strukturierte Produkte im Prinzip von jeder schweizerischen oder ausländischen Gesellschaft, unabhängig von ihrer Branchenzugehörigkeit, begeben werden, wenn dies in Form einer Anleiheobligation erfolgt und ein Prospekt gemäss

---

<sup>8</sup> Strukturierte Produkte können aufgrund schweizerischer wie auch internationaler Rechnungslegungsvorschriften nicht als Ausserbilanzgeschäft erfasst werden. Dies muss daher nicht näher geprüft werden.



Art. 1156 Abs. 1 OR veröffentlicht wird (vgl. Ziff. 3.1). Ist eine dieser zwei Voraussetzungen nicht erfüllt, so qualifiziert das strukturierte Produkt als Publikumseinlage, deren gewerbsmässige Entgegennahme den Banken<sup>9</sup> vorbehalten ist (vgl. Art. 1 Abs. 2 BankG i.V.m. Art. 3a BankV). Im Weiteren ist jeweils zu prüfen, ob allenfalls eine Bewilligungspflicht als Effekthändler besteht.

Strukturierte Produkte sind in der Regel Effekten i.S.v. Art. 2 Bst. a BEHG bzw. Derivate i.S.v. Art. 5 BEHV. Schafft jemand gewerbsmässig selbst Derivate und bietet er diese für eigene oder fremde Rechnung öffentlich auf dem Primärmarkt an, so untersteht diese Person der Bewilligungspflicht als Derivathaus i.S.v. Art. 3 Abs. 3 BEHV. Eine Bewilligungspflicht als Emissionshaus i.S.v. Art. 3 Abs. 2 BEHV würde sich hingegen ergeben, wenn von Drittpersonen ausgegebene Effekten gewerbsmässig fest oder in Kommission übernommen und öffentlich auf dem Primärmarkt angeboten werden. Die vorerwähnte Bewilligungspflicht besteht indes nur, wenn das Derivat- bzw. Emissionshaus hauptsächlich im Finanzbereich tätig ist (vgl. Art. 2 Abs. 1 BEHV, EBK-RS 98/2 Effekthändler RZ 7 ff). Handelt jemand gewerbsmässig für eigene Rechnung kurzfristig mit Effekten und stellt öffentlich dauernd oder auf Anfrage Kurse für einzelne Effekten, so besteht eine Bewilligungspflicht als Market Maker i.S.v. Art. 3 Abs. 4 BEHV.

### 3.2.2 Aktiv verwaltete open-end Produkte

Die Rückzahlungs- oder Tauschbedingungen von strukturierten Produkten waren bislang im Zeitpunkt der Emission in der Regel bekannt, und die Laufzeit war fix. Allenfalls verfügte der Emittent über ein einseitiges vorzeitiges Kündigungsrecht. Meistens wurden die Produkte kotiert oder der Emittent organisierte einen ausserbörslichen Handel, damit der Anleger vor Verfall aus seinem Investment aussteigen konnte. Es werden jedoch nunmehr mit zunehmender Tendenz auch Zertifikate emittiert, welchen eine aktive Management-Strategie zu Grunde liegt, d.h. die Rückzahlungsbedingungen sind im Zeitpunkt der Emission nicht bekannt. Die Anleger sind mithin nicht mehr in der Lage, aufgrund der Emissionsbedingungen den Wert der Zertifikate nachzuvollziehen. Um diese für den Anleger gleichwohl attraktiv zu gestalten, sind die Emittenten dazu übergegangen, nach dem open-end Prinzip<sup>10</sup> strukturierte Produkte (namentlich Zertifikate) zu emittieren. Es sind inzwischen strukturierte Produkte auf dem Markt, welche dem Anleger ein tägliches Kündigungsrecht zum inneren Wert (NAV) einräumen. Von hier ist es nur noch ein kleiner Schritt zur täglichen Ausgabe und Rücknahme von aktiv verwalteten Zertifikaten zum NAV, wie dies bei Anlagefonds üblich ist.

---

<sup>9</sup> Publikumseinlagen dürfen zudem von Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts sowie Kassen, für die sie vollumfänglich haften, gewerbsmässig entgegengenommen werden. Dies ist im Zusammenhang mit strukturierten Produkten ein eher theoretischer Fall.

<sup>10</sup> Das entscheidende Merkmal des open-end Prinzips ist die Rücknahme zum NAV und nicht die Ausgabe. Die Fondsleitung untersteht nämlich keinem Kontrahierungszwang und sie hat zudem das Recht, die Ausgabe von Fondsanteilen jederzeit einzustellen. Dem open-end Prinzip gleichwertig ist ein System, wonach sich der Emittent eines strukturierten Produkts verpflichtet, dieses kotieren zu lassen und als Market Maker dafür zu sorgen, dass sich der Kurs stets in einer gewissen Bandbreite um den NAV bewegt. Diese Technik ist in der EU als open-end anerkannt.



Bei einer Anleihe müssen u.a. die Bedingungen betreffend Zinssatz einheitlich und zum Voraus (bzw. im Zeitpunkt der Emission) definiert sein (vgl. Definition der Anleiheobligation Ziff. 3.1). Der Begriff Zinssatz ist in einem weiten Sinn zu verstehen und umfasst nicht nur die eigentlichen Zinszahlungen, sondern auch die Rückzahlung des Kapitals. Bei einem aktiv verwalteten Produkt erfolgt die Rückzahlung nicht zu zum Vornherein klar definierten Bedingungen, sondern bestimmt sich aus dem Erfolg der aktiven Management-Strategie. Derart strukturierte Produkte qualifizieren daher nach Auffassung der EBK nicht mehr als Anleihen und werden zu Publikumseinlagen i.S.v. Art. 1 Abs. 2 BankG, deren gewerbsmässige Entgegennahme grundsätzlich den Banken vorbehalten ist. Emittiert eine Nichtbank ein solches Produkt, qualifiziert dies demzufolge als unerlaubte Entgegennahme von Publikumseinlagen.

Es stellt sich die Frage, ob aktiv verwaltete Produkte, die vom Anleger regelmässig wie Anlagefonds zum inneren Wert zur Rückzahlung gekündigt werden können, nicht eine Umgehung des AFG darstellen. Unter dem alten Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 1. Juli 1966 (aAFG) war es Banken erlaubt, gleichzeitig die Funktion der Fondsleitung und der Depotbank auszuüben (Art. 3 Abs. 2 und Art. 5 Abs. 1 aAFG). Mit dem aktuellen AFG wurde zwingend die juristische und (teilweise) personelle Trennung von Fondsleitung und Depotbank eingeführt (vgl. Art. 75 Abs. 6 AFG). Aus wirtschaftlicher Sicht unterscheidet sich ein aktiv verwaltetes open-end Zertifikat in keiner Weise von einem altrechtlichen Fonds mit einer Depotbank als Fondsleitung. Rechtlich besteht ein Unterschied aber darin, dass das Zertifikat in der Bilanz des Emittenten auf der Passivseite als Fremdkapital erfasst wird und der Anlagefonds aufgrund der Absonderungspflicht als Sondervermögen ausserhalb der Bilanz. Entscheidend ist somit, ob die eingangs gestellte Frage aufgrund einer ökonomischen oder rechtlichen Betrachtungsweise beantwortet wird.

Der Emittent wird in der Regel auf der Aktivseite einen verwalteten Topf einrichten, damit er den NAV des Zertifikats jeweils bestimmen kann. Wirtschaftlich wird in der Bilanz ein Sondervermögen geschaffen. Die auf der Passivseite erfasste Forderung entspricht somit dem Wert des auf der Aktivseite verwalteten Sondervermögens (nach Kommissionen und Spesen). Forderung und Sondervermögen verhalten sich wie kommunizierende Röhren. Steigt der Wert des bilanziellen Sondervermögens, so verlängert sich die Bilanz des Emittenten, sinkt dessen Wert, so verkürzt sich die Bilanz. Es existieren indes auch strukturierte Produkte, bei welchen der Emittent die Anlageentscheide real gar nicht umsetzt, sondern die Anlagepositionen nur rein rechnerisch führt. In diesen Fällen steht der Forderung auf der Passivseite in der Regel keine kongruente Aktivposition gegenüber.

Bereits unter dem aAFG wurde das Fondsvermögen bei einem Konkurs der Fondsleitung (oder der Depotbank im Fall einer Doppelfunktion Fondsleitung / Depotbank) von deren Vermögen abgesondert (Art. 17 Abs. 1 aAFG). Art. 16 Abs. 1 AFG bestimmt nach wie vor, dass Sachen und Rechte, die zum Anlagefonds gehören, im Konkurs der Fondsleitung nicht in die Konkursmasse fallen, sondern zugunsten der Anleger absondert werden. Die Schaffung eines Sondervermögens ist mithin nicht nur ein Begriffsmerkmal der Legaldefinition (konstitutiver Charakter), sondern darüber hinaus auch ein



Mittel zum Schutze des Anlegers. Das BGer führt dazu in Interpretation des aAFG aus (BGE 110 II 86 3 a): „Der Begriff ‘Sondervermögen’ kommt in Art. 1 Abs. 2 AFG und im Randtitel des Art. 5 AFV vor. Er unterscheidet sich durch das Vorwort vom entsprechenden der romanischen Texte (‘fonds’, ‘patrimoni’), bezeichnet aber in allen Amtssprachen eine Gesamtheit von Vermögenswerten, die von der Fondsleitung für Rechnung der Anleger wie fiduziarisches Eigentum verwaltet werden, vom eigenen Vermögen der Fondsleitung aber **zu trennen sind** und deshalb eine als Sondervermögen bezeichnete Einheit bilden.“ Das BGer sieht somit die Absonderung als Folge des fiduziarischen Eigentums zum Schutze des Anlegers.

Das open-end Prinzip ist ebenfalls ein Merkmal eines Anlagefonds, ja sogar Begriffsmerkmal des europäischen OGAW (UCITS, Art. 1 Abs. 2 zweites Lemma EU-RL 85/611/EWG). Es ist hingegen nicht Gegenstand der Legaldefinition des AFG, weil in der Schweiz heute alle Anlagefonds vertragsrechtlich ausgestaltet sind. Der Kollektivanlagevertrag wiederum basiert auf dem Auftrag, welcher das open-end Prinzip implizit enthält (jederzeitiges Kündigungsrecht).

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass aus wirtschaftlicher Sicht ein aktiv verwaltetes, nach dem open-end Prinzip strukturiertes Produkt zwar einem Anlagefonds entspricht, der Anleger von ersterem sich aber mit einem tieferen Niveau des Anlegerschutzes als beim Anlagefonds zufrieden geben muss. Beim strukturierten Produkt fehlen im Vergleich zum Anlagefonds insbesondere folgende Anlegerschutzmechanismen:

- Absonderungsrecht im Konkursfall des Emittenten
- Transparenz durch Publikation eines Prospektes und Reglements
- Transparenz durch periodische Rechenschaftsablage mittels Jahres- und Halbjahresberichten
- Spezielle Produktaufsicht, u.a. anlagefondsgesetzliche Revision

Aus Anlegersicht ebenfalls negativ wirkt sich aus, dass aktiv verwaltete Produkte keine Anleihen sind und der Emittent dementsprechend keiner Prospektpflicht und -haftung untersteht.

Das AFG, dessen Hauptzweck der Anlegerschutz ist, kann mit nach dem open-end Prinzip strukturierten Produkten einfach umgangen werden, obwohl sich diese wirtschaftlich betrachtet nicht von einem Anlagefonds unterscheiden. Die EBK geht daher davon aus, dass auf dem open-end Prinzip [individuelle Kündigungsmöglichkeit für den Anleger während der Laufzeit, Rückzahlung zum inneren Wert (NAV)] beruhende strukturierte Produkte als eine **Umgehung** des Anlagefondsgesetzes zu qualifizieren und aus Gründen des Anlegerschutzes diesem **zu unterstellen sind**, und zwar unabhängig davon, ob eine aktive Verwaltung stattfindet oder nicht. Dies hat zur Folge, dass derart strukturierte Produkte nicht zulässig sind.



### **3.2.3 Special Purpose Vehicles (SPV)**

Strukturierte Produkte werden auch über sog. „Special Purpose Vehicles“ (SPV) emittiert, d.h. über nur für den Zweck der kollektiven Kapitalanlage - normalerweise mit minimaler Eigenkapitalausstattung - errichtete Sonderzweckgesellschaften. Mit dem auf der Passivseite als Fremdkapital erfassten Erlös der Emission werden in der Regel die als Aktivum verbuchten Basiswerte erworben, um dem mit dem strukturierten Produkt abgegebenen Zahlungsverprechen nachkommen zu können.

Wird eine solche Gesellschaft mit dem einzigen Zweck, strukturierte Produkte zu emittieren, gegründet, so liegt in der Regel ein anlagefondsähnliches Sondervermögen vor. Das Gesellschaftsvermögen ist nämlich aufgrund der speziellen Struktur des SPV abgesondert. Die Fremdkapitalgeber (Anleger des strukturierten Produkts) tragen eigenkapitalähnliche Risiken, ohne jedoch über die dem Eigenkapital typischen Mitspracherechte zu verfügen. Faktisch erwirbt der Anleger eine Quote am Vermögen der Gesellschaft. Somit unterscheidet sich das SPV kaum von einem vertragsrechtlich organisierten Fonds. Die Anleger sind daher nicht in der Lage, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen.

#### **3.2.3.1 Schweizerische SPV**

Wie oben erwähnt, ist der Geltungsbereich des AFG für schweizerische Finanzprodukte relativ eng definiert. Es unterstehen nur Vermögen, die aufgrund eines Kollektivanlagevertrages verwaltet werden (Art. 3 Abs. 1 AFG). Vermögen hingegen, die in anderer Form, insbesondere in gesellschaftsrechtlicher, verwaltet werden, unterstehen dem AFG nicht (Art. 3 Abs. 2 AFG). Schweizerische SPV fallen daher grundsätzlich nicht unter den Geltungsbereich des AFG (vgl. auch Ziff. 3.3.1).

#### **3.2.3.2 Ausländische SPV**

Bei ausländischen SPV, welche strukturierte Produkte emittieren, ist der Fall anders gelagert. Da das vertragliche Element in hohem Mass überwiegt, unterstehen diese nach Ansicht der EBK gestützt auf Art. 2 Abs. 3 AFV in der Regel dem Anlagefondsgesetz. Sie sind damit zwar bewilligungspflichtig, aber nicht bewilligungsfähig, weil diese normalerweise im Ausland keiner oder keiner gleichwertigen Anlagefondsaufsicht unterstehen (Art. 45 Abs. 2 AFG).

Andere ausländische SPV wie namentlich solche, welche zur Verbriefung von Aktiven (Asset Backed Securities) oder zwecks Emission einer „normalen“ Unternehmensobligation errichtet werden, unterstehen dem Anlagefondsgesetz hingegen nicht. In beiden Fällen erwirbt der Anleger eine klassische Obligation, welche in der Regel zu pari zurückbezahlt und fest verzinst wird. Er ist mithin nicht an der Vermögensentwicklung des SPV beteiligt (keine Kapitalanlage) und erwirbt auch nicht faktisch eine Quote am Gesellschaftsvermögen.



### **3.3 Andere Finanzvehikel (i.d.R. Emission von Beteiligungskapital)**

#### **3.3.1 Emissionen von Beteiligungsrechten durch schweizerische Gesellschaften**

Gemäss Art. 3 Abs. 2 AFG unterstehen Vermögen, die nicht aufgrund eines Kollektivanlagevertrages, sondern in anderer Form, insbesondere in gesellschaftsrechtlicher, verwaltet werden, grundsätzlich nicht dem AFG. Die Botschaft zum AFG führt diesbezüglich aus (vgl. Ziff. 142.1 S. 19): „Bei körperschaftlichen Formen fehlen die Besonderheiten des Kollektivanlagevertrages, namentlich die Tatsache, dass die Anleger keinen Einfluss auf die geschäftsführenden Organe und die Grundentscheide über die gemeinsame Investition nehmen können. Gerade diese Besonderheiten sind es, welche die im Anlagefondsgesetz vorgesehenen speziellen Schutzrechte rechtfertigen. Für die kollektive Kapitalanlage in körperschaftlicher Form erfüllen die Gesellschaftsrechte dieselbe Funktion, weshalb sich aus Anlegerschutzgründen keine Unterstellung aufdrängt.“ Körperschaftlich organisierte Vermögen (namentlich Investmentgesellschaften), obwohl ein Vehikel der kollektiven Kapitalanlage, sind somit vom Geltungsbereich des AFG ausgenommen und die entsprechenden Beteiligungsrechte können frei vertrieben werden.

#### **3.3.2 Emissionen von Beteiligungsrechten durch ausländische Gesellschaften**

##### **3.3.2.1 Open-end Struktur**

Eine ausländische Gesellschaft, deren Zweck die kollektive Kapitalanlage ist und die eine open-end Struktur aufweist, untersteht in jedem Fall dem AFG (Art. 44 Abs. 1 Bst. b AFG). Der öffentliche Vertrieb von deren Anteilen in und von der Schweiz aus ist somit bewilligungspflichtig. Wo aber verläuft die Grenze zwischen einer open-end und einer closed-end Struktur? Die Abgrenzung muss vorgenommen werden, da der Geltungsbereich des AFG je nach dem unterschiedlich ist (vgl. Ziff. 3.3.2.2.1).

Schweizerische Anlagefonds beruhen grundsätzlich auf dem open-end Prinzip. Selbst die Immobilienfonds fallen darunter, obwohl der Anleger seinen Anteil jeweils nur auf das Ende eines Rechnungsjahres unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von zwölf Monaten kündigen kann (Art. 41 Abs. 2 AFG). Im Fall „Imperial“ argumentierte die EBK u.a., dass deren Tätigkeit mit derjenigen eines schweizerischen Immobilienfonds vergleichbar sei, welcher wie alle schweizerischen Fonds nach dem open-end Prinzip aufgebaut ist. Das Bundesgericht hielt in der Folge entgegen der Argumentation der Gesellschaft fest, dass eine fünfjährige Sperrfrist für die Kündigung einer Qualifikation als ausländischer Anlagefonds oder anlagefondsähnliches Sondervermögen nicht entgegenstehe (vgl. EBK-Bulletin Nr. 33 S. 68 Bst. dd). Demzufolge ist nach Ansicht des Bundesgerichts auch eine Kündigungsfrist von fünf Jahren noch mit dem open-end Prinzip kompatibel.

Da jeder festgelegten Zahl etwas willkürliches anhaftet und auch im Sinn von einfachen und transparenten Regeln beabsichtigt die EBK, grundsätzlich jedes Finanzprodukt,



welches dem Anleger während seiner Laufzeit ein vorzeitiges Kündigungsrecht zum NAV einräumt, als open-end zu qualifizieren.

### **3.3.2.2 Closed-end Struktur**

#### **3.3.2.2.1 Allgemein**

Weist eine ausländische Gesellschaft eine closed-end Struktur auf, so untersteht diese dem AFG nur dann, wenn sie in ihrem Herkunftsland einer Aufsicht über Anlagefonds untersteht (Art. 44 Abs. 2 AFG). Ist die Aufsicht gleichwertig, so kann dem Vertreter eines ausländischen closed-end Fonds grundsätzlich eine Vertriebsbewilligung erteilt werden (Art. 45 Abs. 2 AFG). Ist die Aufsicht indessen nicht gleichwertig, kann keine Vertriebsbewilligung erteilt werden. Anteile eines solchen Fonds dürfen daher in der Schweiz nicht öffentlich vertrieben werden.

Untersteht aber die Gesellschaft überhaupt keiner Fondsaufsicht, so können deren Anteile (Beteiligungsrechte) in der Schweiz wie die Anteile schweizerischer Investmentgesellschaften grundsätzlich öffentlich vertrieben werden, wenn nicht eine Bezeichnung wie Anlagefonds, Investmentfonds oder ein ähnlicher Ausdruck verwendet wird (Art. 5 AFG, vgl. dazu auch EBK-Jahresbericht 1996 Ziff. 3.2.1.2 S. 69 f.). Gemäss Art. 2 Abs. 3 AFV unterstehen indes anlagefondsähnliche ausländische Sondervermögen dem Gesetz, wenn die Rechtsbeziehungen zwischen den Anlegern und dem Sondervermögen, unabhängig von der rechtlichen Ausgestaltung der Beteiligung an diesem Vermögen, überwiegend vertraglicher Natur sind und die Anleger nicht in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen. Es ist daher jeweils in einem zweiten Schritt noch zu prüfen, wie das Beteiligungsrecht ausgestaltet ist, d.h. ob der Anleger über Mitwirkungsrechte verfügt, die mit denjenigen des schweizerischen Gesellschaftsrechts gleichwertig sind und ihm somit ermöglichen, Einfluss auf die geschäftsführenden Organe und die Grundentscheide über die gemeinsamen Investitionen zu nehmen (vgl. Ziff. 2.2).

#### **3.3.2.2.2 Limited Partnership**

Die vor allem im angelsächsischen Raum bekannte „Limited Partnership“ (LP) ist rechtlich am ehesten mit der schweizerischen Kommanditgesellschaft vergleichbar. Die LP wird u.a. als Gefäss für die kollektive Kapitalanlage verwendet, namentlich im „Private Equity“ Bereich. Es hängt vom jeweiligen Gesellschaftsvertrag ab, ob der Anleger über Mitwirkungsrechte verfügt, die mit denjenigen des schweizerischen Gesellschaftsrechts gleichwertig sind und ihm somit ermöglichen, Einfluss auf die geschäftsführenden Organe und die Grundentscheide über die gemeinsamen Investitionen zu nehmen, oder ob das vertragliche Element überwiegt. Die EBK ist der Meinung, dass der Anleger einer LP in der Lage ist, seine Vermögensinteressen selber wahrzunehmen und letztere mithin nicht unter Art. 2 Abs. 3 AFV fällt, wenn folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:



- (1) Die Anleger (Kommanditäre, Limited Partners) haben entweder das Recht, den „General Partner“ (Komplementär) oder den Geschäftsführer abzuwählen oder die Möglichkeit, jede neue Investition zu blockieren und die LP aufzulösen.
- (2) Die Anleger können die vorerwähnten Beschlüsse im Rahmen einer Gesellschafterversammlung (GV) fällen.
- (3) Den Anlegern steht ein umfassendes Informationsrecht hinsichtlich des verwalteten Vermögens zu.
- (4) Die Anleger verfügen an der GV über die Stimmenmehrheit.
- (5) Der General Partner verfügt an der GV über kein Vetorecht.
- (6) Die Statuten sehen vor, dass die GV von einer beschränkten Anzahl von Anlegern (höchstens 20 % der Stimmen) einberufen werden kann.

### **3.4 Indirekter Vertrieb ausländischer Anlagefonds**

Die Bewilligungspflicht für den öffentlichen Vertrieb ausländischer Anlagefonds kann mit strukturierten Produkten umgangen werden, indem erstere diesen als Basiswerte dienen. Dieser sog. „indirekte Vertrieb“ von ausländischen, in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen Anlagefonds ist daher nach Auffassung der EBK zu unterbinden. Hierbei spielt es keine Rolle, ob der Emittent sein Domizil in der Schweiz oder im Ausland hat sowie ob das strukturierte Produkt als Forderungs- oder Beteiligungsrecht emittiert wurde.

#### **3.4.1 Physische Lieferung**

Dienen einem strukturierten Produkt oder anderen Finanzvehikel als Basiswert(e) ausländische Anlagefonds, die in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind, und besteht die Möglichkeit, die Basiswerte physisch zu beziehen, so liegt nach Ansicht der EBK ein indirekter, nicht bewilligter Fondsvertrieb vor. Die physische Auslieferung der Anteile an den Anleger muss daher ausgeschlossen sein. Es ist nur der Barausgleich (cash-settlement) zulässig.

#### **3.4.2 Abbildung der Performance ausländischer Anlagefonds**

Dienen einem strukturierten Produkt oder anderen Finanzvehikel weniger als fünf ausländische Anlagefonds, die in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind, als Basiswert(e), so liegt gemäss langjähriger Praxis der EBK ein indirekter, nicht bewilligter Fondsvertrieb vor (vgl. Ziff. 5 Anhang Bst. a). Der Basket, Index etc., welcher die Basiswerte enthält, muss somit mindestens fünf Fonds umfassen, und zwar gleichmässig verteilt. Eine Umgehung würde nämlich auch bei fünf (oder mehr) Fonds vorliegen, wenn bspw. in einen Fonds 96 % und in die restlichen Fonds nur je 1 % investiert wird. Nicht von Belang ist, ob die ausländischen Fonds Einzelfonds oder Teilfonds desselben Umbrella-Fonds sind. Letzterer gilt als eigenständiger Fonds, wenn sichergestellt ist, dass er nicht für andere Teilfonds haftet.



### 3.5 Offenlegung

Wie bereits erwähnt, sind Anlagefonds oft kaum von strukturierten Produkten zu unterscheiden. Es besteht daher die Gefahr, dass das Publikum in dem Sinn getäuscht wird, als es strukturierte Produkte, namentlich nach dem open-end Prinzip strukturierte, für beaufsichtigte Fonds hält. Die Emittenten von strukturierten Produkten und anderen Finanzvehikeln sind daher nach Ansicht der EBK zu verpflichten, im Prospekt und in der Werbung darauf hinzuweisen, dass das Produkt keine Beteiligung an einem Anlagefonds darstellt und somit keiner Fondsaufsicht untersteht, weshalb der Anleger den Schutz des AFG nicht beanspruchen kann. Ferner ist offen zu legen, dass der Anleger dem Emittentenrisiko ausgesetzt ist und mithin die Werthaltigkeit seiner Anlage nicht allein von der Entwicklung und Bonität der dem Produkt zu Grunde liegenden Basiswerte abhängt, sondern auch von der Bonität des Emittenten. Dessen Firma und Domizil ist überdies zu erwähnen.

### 3.6 Zusammenfassung

Im Folgenden wird die Position der EBK, welche eine vorläufige ist, zusammengefasst:

- a) Schweizerische Vermögen, die nicht aufgrund eines Kollektivanlagevertrages, sondern in anderer Form, insbesondere in gesellschaftsrechtlicher, verwaltet werden, unterstehen dem AFG grundsätzlich nicht. Vorbehalten bleibt der indirekte Fondsvertrieb gemäss Bst. g).
- b) Strukturierte Produkte, welche auf dem closed-end Prinzip beruhen, dürfen im Prinzip von jedem in- oder ausländischen Emittenten, unabhängig von seiner Branchenzugehörigkeit, begeben werden, wenn
  - die Emission auf der Passivseite seiner Bilanz als Fremdkapital verbucht wird,
  - die Emission in Form einer Anleiheobligation erfolgt, und
  - ein Prospekt gemäss Art. 1156 Abs. 1 OR veröffentlicht wird.

Ist eine der zwei letztgenannten Voraussetzungen nicht erfüllt, so qualifiziert das strukturierte Produkt als Publikumseinlage, deren gewerbsmässige Entgegennahme in- und ausländischen Banken vorbehalten ist. Vorbehalten bleibt zudem die allfällige Bewilligungspflicht als Effektenhändler gemäss Bst. d) und der indirekte Fondsvertrieb gemäss Bst. g).

- c) Strukturierte Produkte, welche auf dem open-end Prinzip beruhen, qualifizieren als Umgehung des AFG und unterstehen diesem. Open-end ist jedes Finanzinstrument, welches dem Anleger während seiner Laufzeit ein vorzeitiges Kündigungsrecht zum NAV einräumt.
- d) Strukturierte Produkte sind in der Regel Effekten i.S.v. Art. 2 Bst. a BEHG bzw. Derivate i.S.v. Art. 5 BEHV. Es ist daher jeweils abzuklären, ob der Emittent eines strukturierten Produkts bzw. die an der Platzierung und/oder dem Handel beteiligten



Personen einer Bewilligungspflicht als Derivathaus, Emissionshaus oder Market Maker unterliegen.

- e) Ausländische Vermögen oder Gesellschaften, deren Zweck die kollektive Kapitalanlage ist, unterstehen dem AFG nur dann nicht, wenn sie closed-end sind (keine Kündigungs- oder Rücknahmemöglichkeit), in ihrem Herkunftsland keiner Aufsicht über Anlagefonds unterstehen und das vertragliche Element nicht überwiegt (Art. 2 Abs. 3 AFV). D.h. der Anleger verfügt über Mitwirkungsrechte, die mit denjenigen des schweizerischen Gesellschaftsrechts gleichwertig sind und ihm somit ermöglichen, Einfluss auf die geschäftsführenden Organe und die Grundentscheide über die gemeinsamen Investitionen zu nehmen. Es darf zudem nicht eine Bezeichnung wie Anlagefonds, Investmentfonds oder ein ähnlicher Ausdruck verwendet werden (Art. 5 AFG).
- f) Bei folgenden Konstruktionen überwiegt das vertragliche Element und die entsprechende Gesellschaft fällt unter den Geltungsbereich des AFG:
- „Limited Partnerships“ (LP), es sei denn, die folgenden Bedingungen sind kumulativ erfüllt:
    - (1) Die Anleger (Kommanditäre, Limited Partners) haben entweder das Recht, den „General Partner“ (Komplementär) oder den Geschäftsführer abzuwählen oder die Möglichkeit, jede neue Investition zu blockieren und die LP aufzulösen.
    - (2) Die Anleger können die vorerwähnten Beschlüsse im Rahmen einer Gesellschafterversammlung (GV) fällen.
    - (3) Den Anlegern steht ein umfassendes Informationsrecht hinsichtlich des verwalteten Vermögens zu.
    - (4) Die Anleger verfügen an der GV über die Stimmenmehrheit.
    - (5) Der General Partner verfügt an der GV über kein Vetorecht.
    - (6) Die Statuten sehen vor, dass die GV von einer beschränkten Anzahl von Anlegern (höchstens 20 % der Stimmen) einberufen werden kann.
  - Ausländische Sonderzweckgesellschaften (SPV), welche nur zum Zweck der Emission von strukturierten Produkten errichtet werden. [Andere ausländische SPV wie namentlich solche, welche zur Verbriefung von Aktiven (Asset Backed Securities) oder zwecks Emission einer klassischen Unternehmensobligation errichtet werden, unterstehen dem AFG nicht.]
- g) In folgenden Fällen liegt indirekter, bewilligungspflichtiger Vertrieb von ausländischen Anlagefonds vor:
- Einem strukturierten Produkt oder anderen Finanzvehikel dienen als Basiswert(e) ausländische Anlagefonds, die in der Schweiz nicht zum öffentlichen



Vertrieb zugelassen sind, und es besteht die Möglichkeit, die Basiswerte physisch zu beziehen. Damit keine Umgehung vorliegt, muss die physische Auslieferung der Anteile an den Anleger ausgeschlossen sein. Es ist nur der Barausgleich (cash-settlement) zulässig.

- Einem strukturierten Produkt oder anderen Finanzvehikel dienen als Basiswert(e) weniger als fünf ausländische Anlagefonds, die in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind.
  - Einem strukturierten Produkt oder anderen Finanzvehikel dienen zwar fünf oder mehr ausländische Anlagefonds, die in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind, als Basiswerte. Diese sind aber so ungleich gewichtet, dass das Anlageergebnis hauptsächlich von weniger als fünf dieser Anlagefonds abhängt.
- h) Die Emittenten von strukturierten Produkten und anderen Finanzvehikeln sind verpflichtet, im Prospekt und in der Werbung darauf hinzuweisen, dass das Produkt keine Beteiligung an einem Anlagefonds darstellt und somit keiner Fondsaufsicht untersteht, weshalb der Anleger den Schutz des AFG nicht beanspruchen kann. Ferner ist offen zu legen, dass der Anleger dem Emittentenrisiko ausgesetzt ist und mithin die Werthaltigkeit seiner Anlage nicht allein von der Entwicklung und Bonität der dem Produkt zu Grunde liegenden Basiswerte abhängt, sondern auch von der Bonität des Emittenten. Dessen Firma und Domizil ist überdies zu erwähnen.

#### **4 Weiteres Vorgehen**

Der Markt für strukturierte Produkte unterliegt einem raschen und starken Wandel. Diese Produkte entwickeln sich zum Teil in zunehmendem Masse Richtung Anlagefonds. Der oben geschilderte Praxisansatz (vgl. Ziff. 3.6) ist nicht bei allen Emittenten von strukturierten Produkten und anderen Finanzvehikeln bekannt. Gewisse lassen ein Produkt vor der Emission durch die EBK prüfen und suchen bei dieser um einen Nichtunterstellungsentscheid nach. Andere wiederum emittieren ohne vorgängige Rücksprache mit der EBK und teilweise ohne Berücksichtigung der zur Zeit gültigen Praxis. Dies führt zu einer Ungleichbehandlung der Emittenten und damit einhergehend zu Wettbewerbsdistorionen. Die EBK möchte daher ein Marktumfeld mit gleich langen Spiessen für alle Marktteilnehmer schaffen. Im Weiteren gebietet es der Anlegerschutz, dass dem Grundsatz „same business, same risk, same rules“ zumindest im Ansatz zum Durchbruch verholfen wird. Wie diese Absicht verwirklicht werden soll, ist noch offen. Es stellt sich namentlich die Frage, ob die EBK ein entsprechendes Rundschreiben veröffentlichen soll oder ob die strukturierten Produkte gestützt auf Art. 3 Abs. 4 AFG in der AFV geregelt werden sollen oder beides zusammen. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, das Inkrafttreten des neuen KAG abzuwarten. Der diesbezügliche Termin ist indes noch offen und somit auch, bis wann das anvisierte „level playing field“ geschaffen werden kann.



## 5 Anhang (Zusammenfassung bisherige Praxis der EBK)

Im Folgenden werden die für die Beurteilung von strukturierten Produkten und anderen Finanzvehikeln relevanten Entscheide, welche die EBK bislang getroffen hat, summarisch aufgeführt:

- a) Setzen sich die Basiswerte bei schweizerischen Investmentgesellschaften aus weniger als fünf ausländischen, in der Schweiz nicht zum Vertrieb zugelassenen Anlagefonds zusammen, so kann eine Umgehung von Art. 45 AFG vorliegen (EBK-Jahresbericht 1996 Ziff. 3.2.1.1 S. 69).
- b) Bewilligungspflicht und –fähigkeit ausländischer closed-end Fonds (EBK-Jahresbericht 1996 Ziff. 3.2.1.2 S. 69 f.).
- c) Ausländische Immobilienanlagegesellschaft mit stillen Gesellschaftern (Imperial Kapitalbeteiligungsgesellschaft mbH & Co. KG, Linz, Österreich), welche vom Geltungsbereich des AFG erfasst wird (EBK-Jahresbericht 1996 Ziff. 3.2.1.4 S. 72 ff., EBK-Jahresbericht 1997 Ziff. 3.2.9 S. 88 ff. und EBK-Bulletin Nr. 33 S. 60 ff.).
- d) Investiert eine schweizerische Investmentgesellschaft nur in einen nicht bewilligungsfähigen „Off-shore“ Fonds, so ist dies rechtsmissbräuchlich, auch wenn letzterer das Vermögen wiederum auf fünf bis zwölf „Trading Advisors“ verteilt (EBK-Jahresbericht 1997 Ziff. 3.2.8 S. 87 f.).
- e) Fund-linked Notes fallen unter bestimmten Voraussetzungen nicht unter den Geltungsbereich des AFG (EBK-Jahresbericht 1999 Ziff. 2.2 S. 68 ff.).
- f) Der Anleger einer sog. „Limited Partnership“ ist in der Lage, seine Vermögensinteressen selber wahrzunehmen und letztere fällt mithin nicht unter Art. 2 Abs. 3 AFV, wenn die unter Ziff. 3.3.2.2.2 enumerierten Bedingungen kumulativ erfüllt sind.