

Konvergenz von innovativen Finanzprodukten – same same, but different? (Teil 2)



lic. iur. Luca Bianchi, Rechtsanwalt, MAS UZH in Finance, LL.M. (Northwestern), MBA, Zürich*

I. Einleitung

Ausgangslage des vorliegenden zweiteiligen Leitartikels ist eine Betrachtung von Innovation im Bereich der Finanzprodukte in den letzten zehn Jahren und damit zusammenhängenden rechtlichen Problembereichen. Der Autor hat in diesem Zeitraum einen substantiellen Anteil seiner Lebenszeit mit der Rechtsberatung von Emittenten und Anbietern von Finanzprodukten verbracht und diese bei der rechtlichen Prüfung und Qualifikation von innovativen Finanzprodukten, bei der Produktentwicklung, Strukturierung, Lancierung, Börsenkotierung und dem Angebot (bzw. Vertrieb) derselben begleiten dürfen. Daher nimmt der vorliegende Beitrag die rechtliche Perspektive auf innovative Finanzprodukte ein, d.h. die Optik der schweizerischen Finanzprodukteregulierung.

In der Juristerei ist es angezeigt, den Blick nicht nur in «verstaubte» Bücher und Gesetzesmaterialien zu richten, sondern vor allem auch das aktuelle Marktgeschehen zu betrachten. Der Markt ist der Finanzmarktregulierung und der juristischen Literatur naturgemäss immer einen Schritt voraus. Innovation und Regulierung

Aufgrund ihrer grossen Bedeutung wurde Konvergenz schon als «deepest idea in the universe» bezeichnet. Die Konvergenz von Industrien führt regelmässig zu Paradigmenwechseln. Insbesondere an Schnittstellen der Technologieindustrie und der Finanzindustrie zeigt sich dies deutlich. Das Verständnis von Konvergenz ist im Zusammenhang mit Innovation und Regulierung von innovativen Finanzprodukten daher unerlässlich. Deswegen ist es auch im juristischen Bereich angezeigt, sich mit dem Phänomen der Konvergenz auseinanderzusetzen. Letzteres ist das Ziel des vorliegenden zweiteiligen Beitrags.

En raison de son importance, la convergence a déjà été qualifiée de «deepest idea in the universe». La convergence des industries conduit régulièrement à des changements de paradigme. Cela est particulièrement évident aux interfaces des industries technologiques et financières. Dans le contexte de l'innovation et de la réglementation de produits financiers innovants, la compréhension de la convergence est donc essentielle. Il est dès lors judicieux de s'intéresser au phénomène de la convergence dans le domaine juridique. C'est l'objectif de la présente contribution, dont voici la seconde partie.

* lic. iur. Luca Bianchi, Rechtsanwalt, MAS UZH in Finance, LL.M. (Northwestern), MBA, ist Partner bei Kellerhals Carrard in Zürich.

sind *Moving Targets*, und es besteht ein Spannungsfeld¹ zwischen diesen Themen.²

Der Fokus dieses Beitrags liegt daher auf den praktischen Fragestellungen von Erstellern, die innovative Finanzprodukte für ihre Kunden lancieren. Insbesondere wird ein sehr spezifischer Aspekt von Innovation aus rechtlicher Sicht beleuchtet: das Phänomen der Konvergenz von innovativen Finanzprodukten. Es stehen in diesem Rahmen jedoch nicht Fragen betreffend die Implementierung der neuen Finanzmarktarchitektur in der Schweiz im Vordergrund, sondern die rechtliche Strukturierung von Produktinnovationen in der Finanzindustrie.

Nur basierend auf einem Verständnis von Konvergenz lassen sich schwierige rechtliche Abgrenzungsfragen in diesem Bereich in der Praxis sachgerecht lösen.

II. Fallgruppen

A. Innovation durch Exchange Traded Products

Als *Exchange Traded Products (ETPs)* gelten besicherte und unverzinst, auf Inhaber lautende Forderungsrechte (Schuldverschreibungen), welche als Effekten ausgegeben, in gleicher Struktur und Stückelung fortlaufend verkauft und zurückgekauft werden und die Kursentwicklung eines zugrunde liegenden Basiswerts unverändert oder gehebelt abbilden (Tracker-Zertifikate).³ Im Unterschied zu *Exchange Traded Funds (ETFs)* handelt

es sich bei ETPs nicht um kollektive Kapitalanlagen i.S.d. Kollektivanlagengesetzes (KAG)^{4,5}.

Speziell bei der *Sicherung von ETPs durch Pfandrechte* (vgl. dazu Teil 1 unter III.C) können sich in der Praxis diverse Rechtsfragen stellen. Insbesondere ist bei ETPs mit virtuellen Währungen als Basiswerte die Zulässigkeit von Pfandrechten an Kryptowährungen umstritten. Nach Auffassung von *Jutzi/Abbühl* sind für die Verpfändung von Kryptowährungen die Bestimmungen des Pfandrechts nach Art. 884 ff. bzw. Art. 899 ff. ZGB⁶ sinngemäss anwendbar.⁷ Nach Auffassung von *Kogens/Montanari* ist eine gültige Pfandbestellung an Kryptowährungen *de lege lata* gar nicht zulässig, da sich diese weder als Fahnris noch als Forderungen oder andere Rechte nach Art. 899 ZGB qualifizieren lassen.⁸ M.E. erscheint die Gültigkeit eines Pfandrechts an Kryptowährungen basierend auf einer *zeitgemässen Auslegung* des ZGB als vertretbar.⁹

Ob sich das Bundesgericht dieser Ansicht (oder der Gegenmeinung) anschliessen würde, ist soweit ersichtlich in Ermangelung einer einschlägigen Rechtsprechung unklar. Im Zweifel ist es daher sinnvoll, (auch) das Bankkonto zu verpfänden, in dem die Kryptowährungen eingebucht werden.¹⁰

B. Aufstieg der Actively Managed Certificates

Traditionell wurden strukturierte Produkte als «passive» Finanzprodukte eingestuft.¹¹ Mit der Zeit wurden

1 Florian Möslin, in: Florian Möslin (Hrsg.), *Finanzinnovation und Rechtsordnung*, Zürich/Basel/Genf 2014, 1 ff., 13 f.

2 Dieser Beitrag beruht zu Teilen auf den folgenden Vorträgen des Autors: Luca Bianchi, *Konvergenz von innovativen Finanzprodukten – same same, but different?*, Präsentation am 5. FIDLEG-Symposium «Vertrieb und Produkte» des Universitären Forschungsschwerpunkts (UFSP) Finanzmarktregulierung der Universität Zürich, FIDLEG – Vertrieb und Produkte vom 20.10.2020; Luca Bianchi, *Zertifikate als Alternative zu kollektiven Kapitalanlagen*, Präsentation am EIZ-Seminar *Aktuelles zum Kollektivanlagenrecht VIII* vom 20.5.2021; Luca Bianchi, *Digitale Vertriebsplattformen für Finanzprodukte unter dem FIDLEG*, Präsentation am 6. FIDLEG-Symposium «Vertrieb und Produkte» des Universitären Forschungsschwerpunkts (UFSP) Finanzmarktregulierung der Universität Zürich, FIDLEG – Vertrieb und Produkte vom 3.12.2021; Luca Bianchi, *Die Lancierung von aktiv-verwalteten Zertifikaten*, Präsentation am 3. FIDLEG-Symposium «Vertrieb und Produkte» des Universitären Forschungsschwerpunkts (UFSP) Finanzmarktregulierung der Universität Zürich, FIDLEG – Vertrieb und Produkte vom 9.11.2016.

3 Daniel Haeblerli, in: Rolf Sethe/René Bösch/Olivier Favre/Stefan Kramer/Ansgar Schott (Hrsg.), *Schulthess Kommentar, Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG*, Zürich/Basel/Genf 2021, Art. 70 FIDLEG N 29.

4 Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006 (SR 951.31).

5 Art. 3 Abs. 3 des Zusatzreglements für die Kotierung von Exchange Traded Products (Zusatzreglement Exchange Traded Products, ZRETP) vom 16. Januar 2024 der SIX Exchange Regulation AG, abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/de/resources/laws-regulations-determinations/regulations.html>> (zuletzt besucht am 24.4.2024).

6 Schweizerisches Zivilgesetzbuch (ZGB) vom 10. Dezember 1907 (SR 210).

7 Thomas Jutzi/Andri Abbühl, *Fintech und DLT, Privat- und finanzmarktrechtliche Grundlagen in der Schweiz*, Bern 2023, 237.

8 Ronald Kogens/Mark Montanari, *Möglichkeiten zur rechtsgeschäftlichen Begründung von Sicherungsrechten an Kryptowährungen als unkörperliche Gegenstände sui generis unter geltendem Recht*, SZW 2021 461 ff., 466 ff.

9 Insbesondere ausserhalb der traditionellen Bankenwelt besteht ein ausgeprägtes Marktbedürfnis an der Zulässigkeit von Pfandrechten an Kryptowährungen. Zur Erhöhung der Rechtssicherheit in diesem Bereich wäre allerdings eine Präzisierung der Art. 884 ff. ZGB wünschenswert.

10 Luca Bianchi, *Sicherung von strukturierten Produkten nach Art. 70 Abs. 2 FIDLEG*, SZW 2023 60 ff., 67.

11 Luca Bianchi, *Die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen von strukturierten Produkten*, GesKR 2016 61 ff., 67.

daraus sog. Smart-Beta-Produkte entwickelt.¹² Im Markt hat jedoch eine Konvergenz zu vollkommen «aktiven» (diskretionär verwalteten) Finanzprodukten stattgefunden.¹³ *Actively Managed Certificates (AMCs)* haben als alternative Verpackungen für diskretionäre Anlagestrategien in der Schweiz ein andauerndes, starkes Wachstum erfahren.

Bei AMCs handelt es sich um strukturierte Produkte, deren unterliegender Basiswert eine aktiv verwaltete Strategie bzw. die derselben unterliegenden Strategiekomponenten sind.¹⁴ Die Wertentwicklung der Strategie wird durch die Berechnung des Werts eines synthetischen Strategiekorbs oder massgeschneiderten Indexes abgebildet, der aus einzelnen synthetischen Strategiekomponenten besteht, die aktiv ausgewählt und entsprechend den Parametern der spezifischen Produktidee und -strategie angepasst werden.¹⁵ Die Strategiekomponenten des AMCs dürfen demnach während dessen Laufzeit nach dem Ermessen eines Strategiemangers angepasst werden.¹⁶

Nach der Literatur und Praxis der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) qualifizieren AMCs nicht als kollektive Kapitalanlagen.¹⁷ Eine Abgrenzung von AMCs zu kollektiven Kapitalanlagen ist wie bei allen strukturierten Produkten nach dem Grundsatz «form over substance» vorzunehmen.¹⁸

Während AMCs ursprünglich von Banken oder Wertpapierhäusern ausgegeben wurden (entweder vom eigenen Buch oder unter Verwendung von *Sonderzweckgesellschaften [SPVs]* mit Bankgarantie), werden AMCs der zweiten Generation in der Praxis häufig von (unabhängigen) SPVs (d.h. ohne Bankgarantie, aber mit Besiche-

rungsstruktur) emittiert.¹⁹ Wenn die AMCs unter einem FIDLEG²⁰-Prospekt oder einem EU-Prospekt emittiert und dadurch öffentlich angeboten (bzw. Privatkunden zugänglich gemacht) werden dürfen, ermöglicht dies eine Demokratisierung von alternativen Anlagen (vgl. nachfolgend II.C).²¹

Ausserdem gibt es zahlreiche Bestrebungen, AMCs zu tokenisieren bzw. als Registerwertrechte auszugestalten.²² Dies ist im Einklang mit dem Trend der Produktkonvergenz. Solche innovativen Finanzprodukte könnten als AMCs der dritten Generation gesehen werden.

Zudem finden sich in der Praxis *Actively Managed Over-the-Counter-Derivate* (aktiv verwaltete OTC-Derivate) (bilaterale Kontrakte), bei denen sich insbesondere die Frage nach einer Qualifikation als Derivat oder als strukturiertes Produkt nach dem Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG)²³ stellen kann.²⁴ Im Zusammenhang mit der Thematik «substance over form» vs. «form over substance» stellen sich dabei anspruchsvolle Rechtsfragen. Gestützt auf eine zeitgemässe Auslegung und in Analogie zur Rechtslage bei AMCs ist es m.E. vertretbar, sachgerecht ausgestaltete aktiv verwaltete OTC-Derivate als Derivate und nicht als strukturierte Produkte (und auch nicht als kollektive Kapitalanlagen) zu qualifizieren.

C. Evolution und Demokratisierung der Private Markets

Seit Jahren besteht eine Debatte über die Konvergenz zwischen verschiedenen Arten von Kollektivvermögen (bzw. deren Verwalter)²⁵. Innerhalb der *Private Markets* verschwimmen die Grenzen zwischen unterschiedlichen Strategien.²⁶ Insbesondere die Trennlinien zwischen

12 Gökhan Kula/Martin Raab/Sebastian Stahn, *Beyond Smart Beta, Index Investment Strategies for Active Portfolio Management*, Chichester 2017, 85 ff.

13 Bianchi (Fn. 11) 67.

14 Bianchi (Fn. 11) 67; Luca Bianchi, *The Rise of Actively Managed Certificates*, CapLaw 2/2015, 23; Anna Chiara Chisari, *Certificati a gestione attiva (actively managed certificates): riflessioni giuridiche e finanziarie tra Italia e Svizzera*, Rivista di Diritto Bancario 2021 65 ff., 66 ff.

15 Bianchi (Fn. 14) 23.

16 Bianchi (Fn. 14) 23; Bianchi (Fn. 11) 67.

17 SK FIDLEG-Haeberli (Fn. 3) Art. 70 FIDLEG N 28; Bianchi (Fn. 11) 67.

18 Thomas Bischoff/Andrea Lamprecht/Renate Schwob, in: René Bösch/François Rayroux/Christoph Winzeler/Eric Stupp (Hrsg.), *Basler Kommentar, Kollektivanlagengesetz (KAG)*, 2. A., Basel 2016, Art. 5 KAG N 15 und N 66 f.; François Rayroux/Shelby du Pasquier, in: René Bösch/François Rayroux/Christoph Winzeler/Eric Stupp (Hrsg.), *Basler Kommentar, Kollektivanlagengesetz (KAG)*, 2. A., Basel 2016, Art. 7 KAG N 34.

19 Chisari (Fn. 14) 81 f.

20 Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) vom 15. Juni 2018 (SR 950.1).

21 Art. 35 Abs. 1 FIDLEG.

22 Stefan Wagner/Luca Bianchi, *A Primer on Actively Managed Certificates*, White Paper vom 18.8.2023, 9.

23 Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG) vom 19. Juni 2015 (SR 958.1).

24 Vgl. Art. 94 Abs. 3 lit. a FinfraG.

25 BNY Mellon, *Breaking Down the Walls: Convergence Between Traditional Investment Managers and Hedge Fund Managers*, Thought Leadership Series 4/2010, 1.

26 Cyril Demaria/Maurice Pederghana/Rémy He/Roger Rissi/Sarah Debrand, *Asset Allocation and Private Markets, A Guide to Investing with Private Equity, Private Debt, and Private Real Assets*, Chichester 2021, 143 ff.

Private Equity Funds und Hedge Funds werden zunehmend unscharf (Stichwort: Credit Hedge Funds).²⁷

Ausserdem wurden *Private Equity-Limited Partnerships* ursprünglich regelmässig für einen begrenzten Zeitraum aufgelegt (z.B. 10–12 Jahre). Heutzutage werden jedoch Evergreen-Anlagevehikel (mit unbeschränkter Laufzeit) für Private Equity (und Private Debt) immer beliebter.

Weiter entstehen zahlreiche (aus Sicht eines Unternehmens) interne, externe oder unabhängige *Corporate-Venturing-Lösungen* (z.B. Anlagevehikel, Inkubatoren, Company Builders, Matchmakers und ähnliche Geschäftsmodelle), welche regelmässig auch eigene Anlagen tätigen wollen.²⁸ Auch die Grenzen zwischen Staat und Privatwirtschaft werden zunehmend schwammig, was sich am Beispiel der Sovereign Wealth Funds aufzeigen lässt, welche ebenfalls in Private Markets investieren.²⁹

Ausserdem stellt die Einführung des neuen *Limited Qualified Investor Fund (L-QIF)* im Bereich der Private-Markets-Anlagen eine vielversprechende Produktinnovation dar.³⁰ Insbesondere lassen sich die kollektiven Kapitalanlagen des KAG in der Ausgestaltungsform des L-QIF grundsätzlich ohne Produktgenehmigung durch die FINMA lancieren, wenn deren Anlegerkreis auf qualifizierte Anleger beschränkt wird.

Die *Investmentgesellschaft* für qualifizierte Anleger ist nicht dem KAG unterstellt, weshalb eine *Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SIGAF)* nicht auch als L-QIF ausgestaltet werden kann.³¹ Auch Investmentgesellschaften, die an einer Schweizer Börse kotiert sind, sind dem KAG nicht unterstellt.³² Eine *hybride Ausgestaltung*

von (kотиerten) Investmentgesellschaften mit zwei Aktienkategorien, d.h. regulären (kотиerten) Aktien (Bucheffekten) und tokenisierten (nicht kотиerten) Aktien (Registerwertrechte), ist in der Praxis zulässig. Dies ermöglicht eine *Demokratisierung* von alternativen Anlagen, welche in der Form der kотиerten Investmentgesellschaft (oder von deren tokenisierten Aktien) auch nicht qualifizierten Anlegern nach KAG zugänglich gemacht werden können.

Weiter vermischen sich auch die Grenzen zwischen Private und Public Markets.³³ Insbesondere waren weltweit (und auch in der Schweiz) die *Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)* ein «Hot Topic». Mit einem SPAC sollen eine oder mehrere nicht kотиerte Gesellschaften «ummantelt» und so via Erwerb bzw. Zusammenschluss mit dem SPAC an die Börse gebracht werden.³⁴ Der SPAC-Markt hat sich zwischenzeitlich jedoch stark abgekühlt.³⁵ SPACs i.S.d. Kotierungsreglements der SIX (KR)³⁶ sind «Aktiengesellschaften nach schweizerischem Recht, deren ausschliesslicher Zweck der direkte oder indirekte Erwerb eines Akquisitionsobjekts (oder bei zeitgleichem Erwerb mehrerer Akquisitionsobjekte) oder der Zusammenschluss mit einem oder mehreren unternehmerisch tätigen Akquisitionsobjekten ist (De-SPAC) und die nach maximal drei Jahren nach dem ersten Handelstag aufgelöst werden, sofern bis dann kein De-SPAC vollzogen wurde».³⁷ Das im Rahmen des Börsenganges aufgenommene Geld muss auf einem Treuhandkonto bei einer Bank deponiert werden.³⁸ Im Rahmen des De-SPAC ist den Aktionären in Bezug auf die Aktien, die beim Börsengang ausgegeben wurden, ein Rückgaberecht einzuräumen.³⁹ Das Rückgaberecht kann auf diejenigen Aktionäre beschränkt werden, die den De-SPAC ablehnen.⁴⁰

Daneben wurden *Verbriefungen* von Private-Markets-Anlagen in der Praxis immer wichtiger. Während historisch betrachtet vor allem Kredit- und Hypothekenportfolios

27 Jonathan Bevilacqua, Convergence and Divergence: Blurring the Lines between Hedge Funds and Private Equity Funds, Buffalo Law Review 2006 251 ff., 262 ff.

28 Thomas Keil, External Corporate Venturing, Strategic Renewal in Rapidly Changing Industries, Westport 2002, 13 ff.

29 Mike Wright/Kevin Amess, Sovereign Wealth Funds and Private Equity, in: Douglas Cumming/Geoffrey Wood/Igor Filatotchev/Juliane Reinecke (Hrsg.), The Oxford Handbook of Sovereign Wealth Funds, New York 2017, 231 ff.

30 Sandro Abegglen/Luca Bianchi, New Limited Qualified Investor Fund (L-QIF) – Innovation and Deregulation as Growth Catalyst for the Fund and Asset Management Industry in Switzerland, CapLaw 4/2019, 17; Diana Imbach Haumüller, Der «L-QIF» steht vor der Tür – eine Innovation im Schweizer Kollektivanlagenrecht, Ausgestaltung und Potenzial für innovative Fondsprodukte in der Schweiz, GesKR 2020 492 ff.; Stefan Grieder, Der Limited Qualified Investor Fund (L-QIF) – Ein neuer Stern am Schweizer Fondshimmel?, SZW 2021 673 ff.

31 Vgl. Art. 2 Abs. 3 KAG; wobei die Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger über Namenaktien verfügen muss.

32 Art. 2 Abs. 3 KAG.

33 Demaria/Pedernana/He/Rissi/Debrand (Fn. 26) 144.

34 Luca Bianchi, Initial Public Offerings von Anlagevehikeln, iusNet Bank- und Kapitalmarktrecht vom 23.2.2023.

35 Notker Blechner, Passt diesmal der Börsenmantel?, Finanz und Wirtschaft 79/2023, 9.

36 Kotierungsreglement (KR) vom 23. August 2023 der SIX Exchange Regulation AG, abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/de/resources/laws-regulations-determinations/regulations.html>> (zuletzt besucht am 24.4.2024).

37 Art. 89h Abs. 1 KR; Matthias Courvoisier, SPACs aus Schweizer Sicht, SZW 2021 348 ff.; Claude Humbel/Thomas van Gammeren, SPACs: The Swiss Capital Markets Law Perspective, CapLaw 2/2021, 9 ff.

38 Art. 89h Abs. 2 KR.

39 Art. 89h Abs. 3 KR.

40 Art. 89h Abs. 3 KR.

verbriefte wurden, kommen heutzutage grundsätzlich alle Privatmarktanlagen (z.B. Immobilien und Infrastruktur) für Verbriefungen infrage. Hierfür bieten sich die Errichtung eines SPVs und die Ausgabe von Anleihen oder strukturierten Produkten durch dasselbe an.

Bei strukturierten Produkten ist eine *Partizipation* am Ertrag des Basiswertes zulässig, denn sie entspricht dem Payoff-Diagramm des klassischen Tracker-Zertifikats.⁴¹ Betreffend Anleihen wird in der Literatur m.E. zu Recht vertreten (entgegen der Auffassung von *Maurenbrecher/Waller*)⁴², dass ein variabler (ökonomischer) Zins einer Anleihe zulässig sei.⁴³ Auch in der Praxis der FINMA und der Marktpraxis finden sich solche Anleihen mit variablen Zinsen, welche daher i.d.R. als zulässig erachtet werden sollten.

Weiter entsprechen *unverbrieft* Privatmarktanlagen in der Form von *Darlehen* (*Private Debt* und *Private Real Estate Debt*) einem wachsenden Marktbedürfnis.⁴⁴ Bei gewissen Transaktionsstrukturen (z.B. bei Investmentgesellschaften nach Art. 2 Abs. 3 KAG oder SPVs, welche partiarische Darlehen an mehrere Anleger ausgeben wollen) können sich insbesondere KAG-Unterstellungsfragen stellen.⁴⁵ Z.B. kann fraglich sein, ob eine Partizipation der Anleger am Ertrag bzw. Gewinn mittels eines von einer Investmentgesellschaft an die Anleger gewährten (partiarischen) Darlehens aus Sicht des KAG zulässig ist.⁴⁶

Ausserdem wurden im Venture-Capital-Bereich (selbstverwaltete) *Syndikate* (im rechtlichen Kleid der einfachen Gesellschaft nach Art. 530 ff. OR⁴⁷) immer beliebter.⁴⁸ Bei Syndikaten stellt sich die Frage der KAG-Unterstellung.

41 Bianchi (Fn. 11) 63 f.

42 A.M. Benedikt Maurenbrecher/Stefan Waller, Prospekthaftung und strukturierte Produkte, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IV, Zürich/Basel/Genf 2009, 55 ff., 61.

43 Mirjam Eggen, Die Regulierung von strukturierten Produkten – eine vergleichende Analyse des geltenden Rechts, SZW 2008 380 ff., 381 ff.

44 Stephen L. Nesbitt, Private Debt, Yield, Safety and the Emergence of Alternative Lending, 2. A., New Jersey 2023, 2 ff.

45 Michael Baier, Unregulierte Rechtsformen zur Strukturierung von Private Equity-Investitionen, Eine Untersuchung anhand der Akquisitionsgesellschaften im Leveraged Management Buy-Out, Zürich/St. Gallen 2019, 41 ff.

46 Im Privatrecht dürfen partiarische Darlehen (mit einer Partizipation am Ertrag und Gewinn) vereinbart werden. Die FINMA steht partiarischen Darlehen, die von Investmentgesellschaften oder SPVs an Anleger gewährt werden, in gewissen Konstellationen jedoch ablehnend gegenüber.

47 Obligationenrecht (OR) vom 30. März 1911 (SR 220).

48 William Mayfield, Angels, Syndicates and Venture Capital, Saarbrücken 2016, 24 ff.; Wolfgang Weitnauer, Syndizierung und Pooling von Business Angels: Vereint ist man stärker?, BANDquartal 2-3/2016 4 ff.; Roland Kirchhof, Wie ein erlaubnisfreies Pooling durch Angel Investoren gestalten?, BANDquartal 2-3/2016 7 ff.

Fehlt es am Tatbestandsmerkmal einer Fremdverwaltung nach Art. 7 Abs. 1 KAG, so liegt grundsätzlich keine kollektive Kapitalanlage i.S.d. KAG vor.⁴⁹ Zudem ist in solchen Fällen zu prüfen, ob der Dealmanager eines Syndikats als Vermögensverwalter nach Art. 17 Abs. 1 FINIG⁵⁰ qualifizieren könnte. In Ermangelung einer einheitlichen und transparenten Praxis der FINMA kann im Einzelfall das Risiko einer KAG-Unterstellung des Syndikates oder der FINIG-Unterstellung des Dealmanagers bestehen.⁵¹

Im Ergebnis ist jeweils eine Gesamtbetrachtung des Einzelfalls erforderlich. In Grenzfällen ist regelmässig die Einholung eines *No-Action-Letters* der FINMA empfehlenswert.

D. Adaption der Kryptowerte

Mit Kryptowerten sind Finanzprodukte gemeint, deren Übertragung und Verwahrung mittels der *Distributed-Ledger-Technologie* erfolgt.⁵² Zur Klassifizierung von Kryptowerten hat sich in der Schweiz die Taxonomie der FINMA durchgesetzt, welche folgende Kategorien unterscheidet:

1. *Zahlungs-Token*: Token, die tatsächlich oder der Absicht des Organisators nach als Zahlungsmittel für den Erwerb von Waren oder Dienstleistungen akzeptiert werden oder der Geld- und Wertübertragung dienen sollen. Kryptowährungen vermitteln keine Ansprüche gegenüber einem Emittenten.
2. *Nutzungs-Token*: Nutzungs-Token sollen den Zugang zu einer digitalen Nutzung oder Dienstleistung vermitteln, welche auf oder unter Benutzung einer Blockchain-Infrastruktur erbracht wird (*Nutzungsrecht*).
3. *Anlage-Token*: Anlage-Token repräsentieren Vermögenswerte und können insbesondere eine schuldrechtliche *Forderung* gegenüber dem Emittenten oder ein *Mitgliedschaftsrecht* im gesellschaftsrechtlichen Sinne darstellen.⁵³

49 Baier (Fn. 45) 100.

50 Bundesgesetz über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsgesetz, FINIG) vom 15. Juni 2018 (SR 954.1).

51 SICTIC, Swiss Angel Investor Handbook, Best Practices for Investing in Swiss Early-Stage Tech Startups, Zürich 2021, 24.

52 Rolf H. Weber/Rainer Baisch, DLT-basierte Finanzprodukte, SZW 2021 683 ff., 683.

53 FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16.2.2018, 2 ff. (zit. Wegleitung ICOs); Weber/Baisch (Fn. 52) 684 f.; Kevin MacCabe, Die Abbildung von Vermögenswerten durch Anlage-Tokens, Basel 2019, 43 ff.; Mirjam Eggen, Was ist ein Token?, Eine privatrechtliche Auslegung, AJP 2018 558 ff., 560 f.

Die einzelnen Kategorien der Token schliessen sich nicht zwingend gegenseitig aus. Token können nach der Praxis der FINMA und der Literatur in mehrere Kategorien fallen (sog. hybride Token). Es darf mithin bei einer dualen bzw. hybriden Natur von Token nicht einfach auf deren finale Natur (z.B. Nutzungs-Token) abgestellt werden.

Ausserdem hat sich die FINMA speziell zu Stable Coins geäussert.⁵⁴ Geld (inkl. privates Geld) hat eine rechtliche Sonderstellung, da es aufgrund seiner Zahlungsfunktion als «Negation der Substanz» gesehen werden kann.⁵⁵ Die Materie des Geldes, sofern diese überhaupt besteht, wird von seiner Funktion bestimmt, was im Ergebnis einem Grundsatz «function over form» entsprechen könnte.⁵⁶ Die FINMA stellt hingegen bei Stable Coins auf den Grundsatz «substance over form» ab, was eine «Anbindung» des Stable Coins an Assets wie Rohstoffe, Immobilien und Effekten im Einzelfall ausschliessen kann.⁵⁷ Auch Buchgeld wird zu Zahlungszwecken verwendet.⁵⁸

Nach der Praxis der FINMA zu Kryptowerten muss die regulatorische Qualifikation anhand einer *technologie-neutralen Betrachtungsweise* und des Grundsatzes «substance over form» erfolgen.⁵⁹ Die grobe Taxonomie der FINMA kann die Komplexität der Produktinnovation im Token-Universum jedoch nur unzureichend abbilden.⁶⁰ Weiter berücksichtigt die FINMA den Grundsatz «same risks, same rules» und die Besonderheiten des Einzelfalles.⁶¹

Das Hauptproblem bei den Produktdokumentationen zahlreicher Token ist häufig, dass die Rechtsnatur der mit dem Token verknüpften (materiellen) Rechte des Anlegers unklar bleibt.⁶² Es ist in diesen Fällen nicht eindeutig, worauf sich die Rechte der Anleger beziehen oder ob der Token überhaupt Rechte beinhaltet. Ebenfalls kann ungewiss sein, welcher Vertragsinhalt im Falle eines Streits zwischen Emittenten und Anlegern gelten

soll und wie die Rechte der Inhaber von Token im Falle einer späteren Ausgabe zusätzlicher Token oder anderer Finanzierungsformen gewahrt werden können. Solche unzureichenden Angebotsdokumentationen bieten nicht die im Kapitalmarkt erforderliche Transparenz und können von einer Prüfstelle nicht als FIDLEG-Prospekt genehmigt werden.

Für Anleger ist der grösste Nachteil unzureichender Produktdokumentationen zudem die *fehlende Standardisierung*. Jede Investition erfordert eine gründliche *Due Diligence*, um nicht nur das Geschäftsmodell und die finanzielle Situation des Emittenten, sondern auch die an das Instrument geknüpften Bedingungen zu eruieren.⁶³ Um den Erwartungen der Anleger (vor allem der professionellen Anleger) gerecht zu werden, muss der Emittent detaillierte und qualitativ ausreichende rechtliche Dokumente erstellen.⁶⁴

Ausserdem sind *Non-Fungible Tokens (NFTs)* ein neueres Phänomen. Es stellt sich die Frage, ob für das Angebot von NFTs eine Prospektpflicht nach FIDLEG besteht, was bei einer Qualifikation eines NFT als Effekte der Fall wäre.⁶⁵ «Effekten» sind vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, insbesondere einfache Wertrechte nach Art. 973c OR und Registerwertrechte nach Art. 973d OR, sowie Derivate und Bucheffekten.⁶⁶ Nach der hiesigen Literatur muss der Effektenbegriff teleologisch reduziert werden, und zwar auf Rechte, die an den Finanzmärkten gehandelt werden können und dabei als Anlage- bzw. Spekulationsobjekt fungieren (Kapitalmarktbezug).⁶⁷ Davon abzugrenzen sind Rechte mit Nutzungsfunktionen, die keinen Kapitalmarktbezug oder Anlagezweck aufweisen.

Nach Art. 2 Abs. 1 FinfraV⁶⁸ gelten Effekten «als vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet, wenn sie *in gleicher Struktur und Stückelung* öffentlich angeboten oder *bei mehr als 20 Kundinnen und Kunden platziert werden, sofern sie nicht für einzelne Gegenparteien besonders geschaffen werden*» [Hervorhebungen durch

54 FINMA, Ergänzung der Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 11.9.2019, 1 ff. (zit. Ergänzung der Wegleitung ICOs); vgl. auch Martin Hess, Stablecoins, AJP 2023 938 ff.

55 Spiros Simitis, Bemerkungen zur rechtlichen Sonderstellung des Geldes, Archiv für die civilistische Praxis (AcP) 1960 406 ff., 406 ff. und 416.

56 Simitis (Fn. 55) 416 f.

57 FINMA (Fn. 54) Ergänzung der Wegleitung ICOs, 3 ff.

58 Frank Vischer, Geld- und Währungsrecht im nationalen und internationalen Kontext, Basel 2010, 14 ff.

59 FINMA (Fn. 53) Wegleitung ICOs, 2; Weber/Baisch (Fn. 52) 688.

60 Weber/Baisch (Fn. 52) 688.

61 FINMA (Fn. 54) Ergänzung der Wegleitung ICOs, 2.

62 Jacques Iffland/Alessandra Läser, Die Tokenisierung von Effekten, Ein neuer Weg an den Kapitalmarkt, GesKR 2018 415 ff., 417.

63 Iffland/Läser (Fn. 62) 417.

64 Iffland/Läser (Fn. 62) 417.

65 Art. 35 Abs. 1 FIDLEG.

66 Art. 3 lit. b FIDLEG.

67 Yves Mauchle, Tokens als Effekten, Anknüpfung, Fungibilität und Abgrenzung mit funktionalem Vergleich zum US-Recht, GesKR 2022 183 ff., 187.

68 Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturverordnung, FinfraV) vom 25. November 2015 (SR 958.11).

Autor hinzugefügt]. «Vereinheitlichung» bedeutet, dass mehrere Registerwertrechte in gleicher Struktur (z.B. hinsichtlich Laufzeit und Zinssatz) und Stückelung (Be-trag) bestehen müssen.⁶⁹ Finanzinstrumente gelten als «fungibel», wenn sie in einem bestimmten Zeitraum in Serie zu einheitlichen Konditionen in Verkehr gebracht werden und sowohl inhaltlich identisch sind als auch aus gleichem Rechtsgrund entstehende Rechte gewährleis-ten.⁷⁰

Vor diesem Hintergrund können NFTs in einer Art und Weise ausgestaltet werden, dass sie einzigartige und eindeutige Objekte bestimmen und entsprechend «non-fungible» sind.⁷¹ Die Besonderheit eines (echten) NFT besteht gerade darin, dass er einzigartig und identi-fizierbar ist, i.d.R. durch die Einbeziehung eines be-stimmten Vermögenswerts (z.B. ein einzigartiges Bild). Falls NFTs einen einzigen digitalen oder realen Original-wert vertreten und somit einzigartig sind, sind sie nicht fungibel und sollten in Ermangelung dieses Kriteriums grundsätzlich nicht als Effekten qualifizieren.⁷² Deren Handelbarkeit ändert nichts an diesem Umstand.⁷³

Die FINMA bejaht in ihrer Praxis im Grundsatz die Effek-tenqualität von NFTs, wenn diese eine Anlagefunktion haben bzw. ein Kapitalmarktcharakter vorliegt. Nach Auffassung der FINMA kann trotz der technischen Ein-zigartigkeit bei einer wirtschaftlichen Betrachtung die Fungibilität von NFTs im Einzelfall bejaht werden – dies vor allem in den folgenden drei Fallgruppen:

1. Abbildung von austauschbaren Vermögenswerten/ Ansprüchen mittels NFTs;

2. mehrere NFTs für denselben Vermögenswert/An-spruch;
3. fraktionalisierte NFTs.⁷⁴

Unter Einhaltung der regulatorischen Rahmenbedin-gungen und der FINMA-Praxis dürfen in der Schweiz sachgerecht ausgestaltete NFTs angeboten werden (auch an Privatkunden), ohne dass eine Prospektpflicht entsteht. Hilfreich bei der Ausgestaltung eines NFTs ist es, wenn der Inhalt der NFTs lediglich aus einer einzig-artigen Bilddatei (Daten) und gegebenenfalls einer Li-zenz (Nutzungsrecht) besteht.

E. ESG-Finanzprodukte: The New Big Thing!

Environment-Social-and-Governance-(ESG-)Finanzpro-dukte gewinnen weiterhin stark an Bedeutung.⁷⁵ Der Bundesrat hat gemäss nachstehender Darstellung zahl-reiche Massnahmen geplant, um die Schweiz zu einem führenden, nachhaltigen Finanzplatz zu machen.⁷⁶

Massnahme 1: Verbindliche Einführung von TCFD-Empfehlungen für grosse Unternehmen

Massnahme 2: Daten zur Klimaverträglichkeit von Im-mobilien-/Hypothekenportfolien

Massnahme 3: Publikation Klassifizierungssystem für Green FinTech-Applikationen

Massnahme 4: Förderung internationaler Netto-Null-Allianzen

Massnahme 5: Transparenz zu Stewardship-Strate-gien

Massnahme 6: Regelmässige Klimatests mit Finanzin-stituten

Massnahme 7: Transparenz zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken

69 Olivier Favre, in: Rolf Sethe/René Bösch/Olivier Favre/Ansgar Schott (Hrsg.), *Schulthess Kommentar, Kommentar zum Finanzinstitutsgesetz FINIG*, Zürich/Basel/Genf 2021, Art. 3 lit. a und b FINIG N 111 ff.

70 Dies ist z.B. bei (vertretbaren) Aktien oder Anleihen der Fall, da diese über eine Stückelung (*Denomination*) verfügen. *Daniel Daeniker/Stefan Waller*, in: Rolf Watter/Rashid Bahar (Hrsg.), *Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG)/Finanzmarktinfrastukturgesetz (FINIG)*, 3. A., Basel 2019, Art. 2 lit. b FINIG N 20 f.; *Mirjam Eggen*, *Produktregulierung im Finanzmarktrecht*, Bern 2015, 11.

71 *Magda Aref/Luca Fábán/Simon Weber*, *Digitale Originale dank NFT?*, *Rechtliche Analyse einer (angeblichen) Revolution*, *GesKR* 2021 385 ff., 395; *Eliane Spirig*, «Kunst-Token» – Eine anregende Tagung über Sinn und Unsinn der Blockchain-Technologie in der Kunstwelt, *sic!* 2022 139 ff., 140.

72 *Mauchle* (Fn. 67) 187.

73 *Mauchle* (Fn. 67) 187.

74 *Matthias Obrecht*, *Einblicke in die DLT-Praxis der FINMA*, Präsentation am EIZ-Seminar Blockchain-Recht II vom 29.8.2023, 25.

75 *Mirjam Eggen*, *Grüne Finanzprodukte, Eine finanzmarktrechtliche Standortbestimmung*, *SZW* 2021 698 ff., 698.

76 *Bundesrat*, *Sustainable-Finance Schweiz, Handlungsfelder 2022–2025 für einen führenden nachhaltigen Finanzplatz*, Bericht vom 16.12.2022, abrufbar unter <https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/finanzmarktpolitik/nachhalt_finanzsektor.html> (zuletzt besucht am 24.4.2024) 7 ff. (zit. Bericht vom 16.12.2022).

Massnahme 8: Einführung und Weiterentwicklung der «Swiss Climate Scores»

Massnahme 9: Vermeidung von Greenwashing

Massnahme 10: Förderung der Nachhaltigkeit in der Berufs- und Weiterbildung

Massnahme 11: Förderung von Finanzflüssen mit Klima- und Nachhaltigkeitswirkung in Entwicklungsländern

Massnahme 12: Verbreitung von Impact Investments

Massnahme 13: Emission von grünen Eidgenössischen Anleihen

Massnahme 14: Unterstützung von Initiativen für einen globalen CO₂-Preis

Massnahme 15: Opportunitäten im Bereich CO₂-Kompensation

Auf der Ebene der Anlageprodukte ist die Schaffung von Transparenz (Massnahme 7) durch die Bereitstellung von vergleichbaren und aussagekräftigen Informationen eine zentrale Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit der Märkte und die Nachhaltigkeit im Finanzsektor.⁷⁷ Mittels grüner (eidgenössischer) Anleihen (Massnahme 13) kann der Emittent Geld am Kapitalmarkt aufnehmen, wobei die damit aufgenommenen Mittel ausschliesslich bereits getätigten oder beschlossenen Ausgaben zugeordnet werden dürfen, welche eine positive Auswirkung auf die Umwelt haben.⁷⁸

Für die Glaubwürdigkeit des Finanzplatzes Schweiz ist es zentral, dass Greenwashing vermieden wird (Massnahme 9).⁷⁹ Greenwashing von Finanzprodukten liegt vor, wenn die Anleger bzgl. der nachhaltigen Eigenschaften der Finanzprodukte (oder Finanzdienstleistungen) getäuscht oder irreführt werden.⁸⁰ Greenwashing liegt u.a. vor, wenn der Anschein vermittelt wird, ein Finanz-

instrument (oder eine Finanzdienstleistung) verfüge über nachhaltige Eigenschaften oder würde Nachhaltigkeitsziele verfolgen, und dies die Realität nicht angemessen widerspiegelt.⁸¹

Ausserdem hatte der Bundesrat bereits am 24. Juni 2020 die Leitlinien «Sustainable Finance» und einen Bericht zur Nachhaltigkeit im Finanzsektor Schweiz veröffentlicht.⁸² Darin wird ausgeführt, dass die Rechtssicherheit verbessert, die Transparenz erhöht, Risiken richtig und konsequent berücksichtigt und internationale Entwicklungen beobachtet werden sollen.⁸³ Im Bericht zur Nachhaltigkeit werden die Einführung eines Taxonomie-Systems; Labels für Nachhaltigkeit im Finanzmarkt; Stärkung der Aus- und Weiterbildung im Bereich Nachhaltigkeit bei Finanzinstituten; systematische Offenlegung von vergleichbaren Umwelt- und Klimainformationen für Finanzprodukte; Berücksichtigung von Klima- und Umweltrisiken bei der Kundenberatung; Flexibilisierung von Anlagevorschriften (BVV 2) sowie Transparenzanforderungen an institutionelle Investoren bzgl. umweltverträgliche Anlagen angedacht.⁸⁴

Zudem werden im Bericht zur Nachhaltigkeit die Stärkung der Rechtssicherheit bzgl. treuhänderische Pflichten bzw. die Berücksichtigung von Klima- und Umweltrisiken und -wirkungen; die regelmässige Prüfung der Klimarisiken durch Aufsichtsbehörden unter Einbezug von systemischen Risiken im Finanzmarkt; unterschiedliche Kapitalanforderungen für Finanzinstitute, wenn diese nachweislich höhere klimabezogene Finanzrisiken aufweisen; die Ausgabe von Green Bonds und andere Kapitalmarktaktivitäten, insbesondere auch durch den Staat; Standortpromotion; und steuerliche Lenkung im Finanzbereich erwähnt.⁸⁵

Der Bundesrat hat seinen Standpunkt bzgl. der Prävention von Greenwashing im Finanzsektor bekanntgege-

77 Bundesrat (Fn. 76) Bericht vom 16.12.2022, 16.

78 Bundesrat (Fn. 76) Bericht vom 16.12.2022, 21.

79 Bundesrat (Fn. 76) Bericht vom 16.12.2022, 17 ff.; FINMA, FINMA-Aufsichtsmittteilung 05/2021 «Prävention und Bekämpfung von Greenwashing» vom 3.11.2021, 1 ff.; Bundesrat, Standpunkt bezüglich Greenwashing-Prävention im Finanzsektor vom 16.12.2022, abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-98351.html>> (zuletzt besucht am 24.4.2024) 1 ff. (zit. Standpunkt vom 16.12.2022).

80 Bundesrat (Fn. 76) Bericht vom 16.12.2022, 17.

81 Bundesrat (Fn. 79) Standpunkt vom 16.12.2022, 1.

82 Bundesrat, Leitlinien «Sustainable Finance», abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-79606.html>> (zuletzt besucht am 24.4.2024) 1 ff. (zit. Leitlinien); Bundesrat, Nachhaltigkeit im Finanzsektor Schweiz, Eine Auslegeordnung und Positionierung mit Fokus auf Umwelaspekte, Bericht vom 24.6.2020, abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-79606.html>> (zuletzt besucht am 24.4.2024) 27 ff. (zit. Bericht vom 24.6.2020).

83 Bundesrat (Fn. 82) Leitlinien, 2; Bundesrat (Fn. 82) Bericht vom 24.6.2020, 43 ff.

84 Bundesrat (Fn. 82) Bericht vom 24.6.2020, 29 ff.

85 Bundesrat (Fn. 82) Bericht vom 24.6.2020, 43 ff.

ben.⁸⁶ Zur Umsetzung desselben hat das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) beschlossen, eine Vorlage für eine prinzipienbasierte staatliche Regulierung auf Verordnungsstufe zu erarbeiten.⁸⁷ Eine solche Regulierung könnte durch Selbstregulierungen von Branchenverbänden ergänzt werden.⁸⁸ So hat z.B. die Asset Management Association (AMAS) Selbstregulierungen zu Transparenz und Offenlegung bei Kollektivvermögen mit Nachhaltigkeitsbezug erlassen.

Ausserdem hat das Green FinTech Network folgende Handlungsempfehlungen publiziert, welche bspw. die Errichtung einer internationalen Datenplattform für Nachhaltigkeit; fortlaufende Sicherstellung des Zugangs zu internationalen Daten zur Nachhaltigkeit; Stärkung der Offenlegung bzgl. Nachhaltigkeit von Unternehmen; Unterstützung von neuen Green FinTech Start-ups; Errichtung von dedizierten Green FinTech Tracks bei Akzeleratoren sowie diverse weitere Vorschläge enthalten.⁸⁹

Aufgrund all dieser Massnahmen, Vorschläge und regulatorischen Entwicklungen dürften ESG-Finanzprodukte in der Schweiz zum «The New Big Thing» der Finanzmarktregulierung werden.⁹⁰

86 Bundesrat (Fn. 79) Standpunkt vom 16.12.2022, 1 ff.

87 Bundesrat, Medienmitteilung «Weitere Arbeiten zur Vermeidung von Greenwashing» vom 25.10.2023, <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-98351.html>> (zuletzt besucht am 24.4.2024) (zit. Medienmitteilung vom 25.10.2023).

88 Bundesrat (Fn. 87) Medienmitteilung vom 25.10.2023.

89 *The Green Fintech Network, Harnessing the Power of Digital Finance for Sustainable Financial Markets, Green fintech action plan: 16 proposals for the Swiss financial centre*, vom April 2021, abrufbar unter <<https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/dokumentation/fokus/green-fintech-action-plan.html>> (zuletzt besucht am 24.4.2024) 5 ff.; Luca Bianchi/Ines Pöschel/Isabelle Romy/Cornelia Stengel/Denise Wohlgend, *Ausgewählte rechtliche Aspekte von CSR, ESG und Sustainability*, KC-Newsletter 2/2021, 1 ff.

90 ESG ist nicht der erste Markttrend, der ethisch-nachhaltige Anlagegrundsätze anstrebt – schon in der Islamic Finance und der katholischen Vermögensanlage finden sich moralische Prinzipien in Anlagegrundsätzen wieder (Roger Fankhauser/Daniel Rankin, *Islamic Finance – What's the Big Deal?*, GesKR 2008 44 ff.; Marcel Lötscher, *Prinzipien der katholischen Vermögensanlage, Ethisch-nachhaltige Anlagegrundsätze im Spannungsfeld von Religion und Ökonomie*, Baden-Baden 2020, 43 ff.).

III. Schlussfolgerungen

Im Ergebnis führt der Trend zur Konvergenz von innovativen Finanzprodukten beim Legal Engineering zu zahlreichen anspruchsvollen zivilrechtlichen und regulatorischen Fragestellungen (insbesondere betreffend die Qualifikation innovativer Finanzprodukte). Die damit verbundenen Schwierigkeiten bei der Auslegung führen zu einer erhöhten Rechtsunsicherheit. Eine bevorzugte Anwendung der zeitgemässen Auslegungsmethode würde regelmässig sachgerechte Rechtsfolgen ermöglichen. Wo eine liberale Gesetzesinterpretation nicht ausreicht, muss Produktinnovation durch den Gesetzgeber ermöglicht werden.

Zudem wäre die Einführung einer Verbriefungsgesellschaft nach Schweizer Recht erstrebenswert, um die Sicherung von ETPs und AMCs (mit in der Schweiz domizilierten SPVs als Emittenten) zu optimieren (z.B. im OR oder im FIDLEG). Rechtlich segregierte Zellen solcher SPVs könnten die Ausfallrisiken von SPVs in der Form von schweizerischen AGs reduzieren und den Anlegerschutz erhöhen. Zur Standortförderung des Finanzplatzes Schweiz ist demnach die Einführung einer Protected Cell Company (PCC) nach schweizerischem Recht (und eine liberale Off-Balance-Sheet-Behandlung von SPVs ohne Bankgarantie anhand von klaren und transparenten Kriterien der FINMA) wünschenswert.

Digitale Plattformen und Ökosystem-Strategien von Emittenten und Anbietern von innovativen Finanzprodukten haben weiterhin grosses Potenzial und entsprechen dem Zeitgeist sowie dem Trend der Konvergenz.

Ausserdem sind die Demokratisierung von Privatmarktanlagen, die Adaption von Kryptowerten (insbesondere bei professionellen Anbietern und Kunden) sowie die Strukturierung von ESG-Finanzprodukten (und die regulatorischen Anforderungen an solche) zentrale Themen.