

# Der börsliche Handel mit Anlagefondsanteilen aus Sicht des Anlagefondsgesetzes

Unter besonderer Berücksichtigung  
der Exchange-Traded Funds (ETF)

DISSERTATION

der Rechtswissenschaftlichen Fakultät  
' der Universität Zürich  
zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Marc Gion Wicki  
von  
Zürich

genehmigt auf Antrag von  
Prof. Dr. Dieter Zobl

Schulthess Juristische Medien AG, Zürich

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	XIX
Literaturverzeichnis^:.....	XXIII
Materialien Verzeichnis.....>.....	XXXVIII

<b>Einleitung.....'</b>	<b>1</b>
-------------------------	----------

<b>1. Teil Grundlagen.....</b>	<b>3</b>
--------------------------------	----------

<b>§ 1 Rechtliche Grundlagen des börslichen Handels mit Anlagefondsanteilen.....</b>	<b>4</b>
--	----------

I. Übersicht.....	4
-------------------	---

II. Anlagefondsrecht.....•.....	4
---------------------------------	---

1. Bundesgesetz über die Anlagefonds und dazugehörige Verordnungen.....;v.....	4
---	---

2. Praxis der Aufsichtsbehörde.....	5
-------------------------------------	---

3. Standesrecht.....	6
----------------------	---

4. Aufsichtsrechtliche Situation.....	6
---------------------------------------	---

III. Börsenrecht.....	7
-----------------------	---

1. Bundesgesetz über die Börsen- und den Effektenhandel und dazugehörige Verordnungen.....	7
---	---

2. Selbstregulierung.....	7
---------------------------	---

3. Aufsichtsrechtliche Situation.....:	8
--	---

<b>§ 2 Kotierung von Anlagefondsanteilen.....</b>	<b>10</b>
---	-----------

I. Einführende Bemerkungen.....	10
---------------------------------	----

1. Übersicht über die kotierungsrechtlichen Erlasse.....	10
--	----

2. Notwendigkeit spezifischer Kotierungsbestimmungen für Anlagefondsanteile.....	12
---	----

II. Verhältnis der Kotierung zur anlagefondsrechtlichen Regulierung.....	13
--	----

III. Zusatzreglement für die Kotierung von Anlagefonds.....	15
---	----

1. Anwendungsbereich.....	15
---------------------------	----

a) Anlagefondsanteile als Regelungsgegenstand.....	15
--	----

b)	Abgrenzung.....	16
aa)	Investmentgesellschaften.....	16
hb)	Immobilien-gesellschaften.....	17
2.	Regelung.....	17
a)	Generelle Anwendbarkeit des KR.....	17
b)	Spezifische Bestimmungen für Anlagefonds.....	18
aa)	Kotierungsvoraussetzungen.....	18
i)	Anlagefondsrechtliche Bewilligung der EBK.....	18
ii)	Ausnahme von der „3-Jahresregel“.....	18
iii)	Liquiditätsfördernde Vorschriften.....	19
iv)	Ausnahme von den Vorschriften zur Mindestkapitalisierung und Streuung im Fall von Market Making-Aktivitäten.....	20
bb)	Kotierungsprospekt.....	21
cc)	Bedingungen der Aufrechterhaltung der Kotierung.....	21
i)	Jahres- und Halbjahresberichte.....	21
ii)	Meldepflichten gemäss Rundschreiben der Zulassungsstelle.....	21
3.	Sonderformen von Anlagefonds.....	22
a)	Erlass weiterführender Kotierungsbestimmungen für bestimmte Arten von Anlagefonds.....	22
b)	Zuordnung zu Börsensegmenten.....	23

## 2. Teil     Der börsliche Handel mit Anlagefondsanteilen in der Ordnung des AFG..... 25

### § 3     Charakterisierung des AFG..... 26

I.	Kapitalmarktrechtliche Einordnung.....	26
1.	AFG als Teil des Kapitalmarktrechts.....	26
2.	AFG als Primärmarktgesetz.....	27
3.	Verhältnis des AFG zum BEHG.....	27
a)	Unterschiedliche Ausrichtung.....	27
b)	Bezugspunkte.....	29
II.	Regelungsgegenstand.....	31
1.	Ausgabe und Rücknahme von Anteilen durch die Depotbank.....	31
2.	Fehlen einer Regelung des Sekundärmarkthandels mit Anlagefondsanteilen.....	31
3.	Verhältnis der Regulierung der Vertriebsträger zum börslichen Handel mit Anlagefondsanteilen.....	32

§ 4	Erwerb und Veräußerung von Fondsanteilen auf dem Primär- und Sekundärmarkt.....	34
I.	Begründung und Beendigung der Anlegerstellung.....	34
1.	Kollektivanlagevertragsverhältnis.....	34
2.	Originärer und derivativer Erwerb und Veräußerung der Anlegerstellung.....	35
3.	Unterschiedlicher Betrachtungsgegenstand.....	36
II.	Verfügbarkeit und Liquidierbarkeit von Fondsanteilen nach dem Konzept des AFG.....	37
1.	Grundsätzliches zur Liquidität in den Fondsanteilen.....	37
a)	Liquiditätsinteresse des Anlegers.....	37
b)	Liquidität im Kontext der Kapitalstruktur von Anlagefonds.....	39
aa)	Faktoren der Kapitalstruktur.....	39
bb)	Ausgabe von neuen Anteilen.....	39
i)	Typischerweise offene Kapitalstruktur.....	39
ii)	Abgrenzung zu geschlossenen Fonds.....	40
cc)	Rücknahme von Anteilen.....	40
i)	Open-end-Fonds?.....	40
ii)	Abgrenzung zu Closed-end-Fonds.....	41
dd)	Exkurs: Fehlende Flexibilität der Kapitalstruktur bei der Investmentgesellschaft.....	42
2.	Regelung des Bezugs neuer Anteile.....	44
a)	Grundsatz.....	44
b)	Besondere Regelung für Immobilienfonds.....	44
3. <sup>1</sup>	Sicherstellung der Rückgabe von Anteilen durch das „Open-end-Prinzip“.....	45
a)	Bedeutung.....	45
b)	Begriffliches.....	47
c)	Inhalt des Open-end-Prinzips.....	48
aa)	Jederzeitige Rücknahme von Anteilen.....	48
bb)	Gesetzlich festgelegte Ausgabe- und Rücknahmepreise.....	49
d)	Grenzen des Open-end-Prinzips.....	49
aa)	Beschränkung des jederzeitigen Rückgaberechts.....	50
i)	Anlagefonds mit erschwelter Bewertung oder beschränkter Marktgängigkeit.....	51
ii)	Immobilienfonds.....	52
iii)	Aufschub der Rückzahlung.....	52
bb)	Ausschluss des jederzeitigen Rückgaberechts.....	53
i)	Hypothekendarfonds.....	53

ii) Anlagefonds mit ausschließlich institutionellen Anlegern mit professioneller Tresorerie.....	54
iii) Bevorstehende Auflösung des Anlagefonds.....	55
iv) Ausländische Closed-end-Gebilde.....	55
III. Erwerb und Veräußerung von Fondsanteilen auf dem Sekundärmarkt als alternativer Ein- und Ausstiegsmechanismus.....	56
1. Begründung und Beendigung der Anlegerstellung auf dem Primär- und Sekundärmarkt.....	56
2. Unterscheidung von Primär- und Sekundärmarkt.....	56
a) Herkömmliches Verständnis.....	56
b) Anlagefondsspezifische Besonderheiten.....	57
c) »Emission und Rücknahme von Anteilen über die Börse.....	59
3. Vergleich der Ein- und Ausstiegsmechanismen des Primär- und Sekundärmarkts.....	62
a) Bezug und Rückgabe auf dem Primärmarkt.....	62
aa) AFG-typischer Ein- und Ausstiegsmechanismus.....	62
bb) Funktionsweise.....	63
r        i) Anteilsausgabe und -rücknahme durch die Depotbank.....	63
ii) Zeitlicher Aspekt der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen.....	64
iii) Preisbildung.....	64
b) Kauf und Verkauf über die Börse.....	66
aa) Börslicher Handel mit Fondsanteilen als Ein- und Ausstieg auf dem Sekundärmarkt.....	66
bb) Funktionsweise.....	66
i) Fondsanteile als Gegenstand des börslichen Handels.....	66
ii) Börsenpflicht.....	67
iii) Übersicht über den Ablauf der Börsentransaktion.....	68
iv) Voraussetzung liquider Marktverhältnisse.....	71
v) \ Preisbildung im Allgemeinen.....	71
vi) Preisbildung am Beispiel der SWX.....	73
c) Ergebnis.....	74
<b>§ 5 Eignung der Anlagefondsanteile zum börslichen Handel.....</b>	<b>77</b>
1. Ausgangslage.....	77
1. Fragestellung.....	77
2. Bedeutung und Zweck der Börsenkotierung.....	77
3. Probleme der börslichen Handelbarkeit von Anlagefondsanteilen.....	79

II.	Rechtliche Einflussfaktoren der Handelbarkeit	80
1.	Rechtliche Organisationsform	80
a)	Allgemeines	80
b)	Regelungskonzept des AFG	81
aa)	Formaler versus funktionaler Ansatz	81
bb)	Zwingend vorgeschriebene vertragliche Form	81
i)	Erfordernis eines Kollektivanlagevertrags	81
ii)	Ausschluss anderer rechtlicher Organisationsformen	82
iii)	Grundsätzliche Schwierigkeiten der vertraglichen Struktur mit dem Wesen der Kollektivanlage	82
cc)	Ausländische Anlagefonds	84
c)	Rechtliche Organisationsform und börsliche Handelbarkeit	85
d)	Ergebnis	87
2.	Kapitalstruktur	87
a)	Regelungskonzept des AFG	87
b)	Einschränkung der Börsenhandelsfunktion durch Open-end-Konstruktion	88
c)	Ergebnis	89
3.	Reglementarische Anlagepolitik und gesetzliche Anlagevorschriften	89
a)	Allgemeines	89
b)	Problematik illiquider Anlageobjekte	91
c)	Notwendigkeit des börslichen Handels für Anlagefonds, die in schwer liquidierbare Anlagen investieren	91
d)	Ergebnis	92
4.	Fazit	93
III.	Handelbarkeit der Anlagefondsanteile	93
1.	Bedeutung der Handelbarkeit	93
2.	Anforderungen der börslichen Handelbarkeit an die Anlagefondsanteile	96
a)	Effektenqualität der Anlagefondsanteile	96
aa)	Bedeutung	96
bb)	Effektenbegriff	96
i)	Gesetzliche Umschreibung nach BEHG	96
ii)	Kritik	97
cc)	Qualifikation der Fondsanteile als Effekten	98
b)	Wertpapierrechtliche Ausgestaltung der Anlagefondsanteile	99
c)	Kotierungsfähigkeit der Anlagefondsanteile	102
aa)	Handelbarkeit der zu kotierenden Anlagefondsanteile	102

i)	Fungibilität.....	102
ii)	Abwicklungstechnische Voraussetzung .....	103
iii)	Schriftlichkeitserfordernis für übrige Fonds mit besonderem Risiko nach Art. 35 Abs. 6 AFG als Hindernis für die Handelbarkeit?.....	104
bb)	Anforderungen zur Sicherstellung genügender Liquidität.....	105
cc)	Ergebnis.....	106
3.	Fazit.....	106
<b>§ 6</b>	<b>Zulässigkeit des börslichen Handels als Ein- und Ausstiegsmechanismus.....</b>	<b>108</b>
<b>I.</b>	<b>Börse als Plattform für den Handel.....</b>	<b>108</b>
1.	Rolle der Börse.....	108
2.	Leistungsfähigkeit und Effizienz des Börsenhandels.....	108
3.	Gesetzliche Anforderungen an die Handelsplattform .....	110
a)	Allgemeines.....	110
b)	Organisation des Börsenhandels.....	110
c)	Leistungsfähiger Handel.....	111
d)	Transparenter Handel.....	112
e)	Gleichbehandlung der Marktteilnehmer.....	113
f)	Überwachung des Handels.....	114
g)	Fazit.....	114
4.	Folgerungen.....	114
<b>II.</b>	<b>Problematik des Börsenhandels aus Sicht des Open-end-Prinzips ...</b>	<b>115</b>
1.	Liquiditätsinteresse des Anlegers als Ausgangspunkt .....	115
2.	Wahrung des Liquiditätsinteresses nach AFG.....	115
a)	Open-end-Prinzip.....	115
b)	Anwendbarkeit des Open-end-Prinzips.....	116
aa)	Grundsatz: Anwendbarkeit auf Primärmarkt- transaktionen beschränkt.....	116
bb)	Ausnahme: Börsentransaktionen auf Rechnung des Anlagefonds.....	116
3.	Wahrung des Liquiditätsinteresses im börslichen Handel .....	117
a)	Fragestellung.....	117
b)	Risiken bei Börsentransaktionen im Allgemeinen.....	118
aa)	Keine jederzeitige Ein- und Ausstiegsmöglichkeit ...	118
bb)	Abweichung des Börsenpreises vom Inventarwert ...	118
cc)	Fazit.....	121

c)	Differenzierte Risikobetrachtung je nach Rückgabemöglichkeit des Anlegers.....	121
aa)	Vorbemerkung.....	121
bb)	Anlagefonds mit parallel stattfindendem Primärmarkt	122
cc)	Anlagefonds mit beschränkter Rückgabemöglichkeit.	122
i)	Problematik.....;	122
ii)	Immobilienfonds.....	122
iii)	Übrige Anlagefonds mit eingeschränktem Kündigungsrecht (Art. 24 Abs. 2 AFG).....	125
dd)	Anlagefonds ohne Rückgabemöglichkeit.....	125
d)	Mögliche Massnahmen zum Schutz des Anlegers vor den Risiken bei Börsentransaktionen.....	126
aa)	Notwendigkeit •.....	126
bb)	Generelle Risikoaufklärungsvorschrift.....	126
cc)	Zusätzliche Massnahmen für Anlagefonds mit eingeschränktem Rückgaberecht.....	127
i)'	Market Making.....	127
ii)	Preistransparenz.....	127
III.	Börsliche Handelbarkeit als Ersatz für das Rückgaberecht?.....	128
1.	Fragestellung.....;	128
2.	Keine generelle Ersatzfunktion des börslichen Handels nach geltendem Recht.....	129
a)	Zwingendes Rückgaberecht nach Art. 24 Abs. 1 AFG.....	129
b)	Fälle gesetzlich vorgesehener Ersatzfunktion.....	129
aa)	Vorbemerkung.....	129
bb)	Immobilienfonds.....	130
cc)	Hypothekarfonds.....	131
dd)	Exkurs: Vorschlag der Expertenkommission zu „Laufzeitenfonds“.....	132
c)	Ermessensspielraum der Aufsichtsbehörde?.....	133
3.	Mögliche Ersatzfunktion des börslichen Handels in funktionaler Hinsicht.....	134
a)	Funktionaler Ansatz.....	134
b)	Meinungen in der Lehre zur Ersatzfunktion des börslichen Handels.....	135
c)	Prüfung der Gleichwertigkeit des börslichen Handels.....	136
aa)	Ausgangspunkt.....	136
bb)	Massgebende Kriterien in Bezug auf die Handelstransaktionen.....	137
i)	Zeitpunkt.....	137



ii)	Preis.....	138
iii)	Ort.....	138
cc)	Beurteilung am Beispiel der SWX.....	140
i)	Gleichwertigkeit der Börsentransaktion in zeitlicher Hinsicht.....	140
ii)	Gleichwertigkeit der Börsentransaktion in preislicher Hinsicht.....	142
iii)	Gleichwertigkeit der Börsentransaktion in örtlicher Hinsicht.....	144
dd)	Ergebnis.....	144
4.	Exkurs: Regelung der Rücknahmefunktion nach dem EU-Recht	145
IV.	Neuordnung des Ein- und Ausstiegsmechanismus im Rahmen des AFG.....	146
1.	Beurteilung der geltenden Lage.....	146
2.	Änderungsbedarf.....	148
3.	Konzept für eine Neuregelung der Ein- und Ausstiegs-möglichkeiten.....	149
a)	Gleichsetzung von börslicher Handelbarkeit und Rückgabe-recht.....	149
b)	Flexibilisierung der Rücknahmefunktion.....	150
3. Teil	Exchange-Traded Funds: Sonderform börslich gehandelter Anlagefonds.....	153
§ 7	Phänomen und wirtschaftliche Bedeutung.....	154
I.	Exchange-Traded Funds als neuartiges Konzept.....	154
II.	Bedeutung und Vorkommen.....	154
III.	Wirtschaftliche Betrachtung.....	155
1.	Überblick über die Produkteigenschaften.....	155
2.	Verwendungsmöglichkeiten von ETF.....	156
a)	Kollektivanlageinstrument für Anleger.....	156
b)	Instrument für professionelle Marktteilnehmer.....	157
c)	Basiswert für Finanzinstrumente.....	158
§ 8	<b>Funktionale Betrachtung der ETF-Konstruktion.....</b>	<b>160</b>
I.	Funktion.....	160
1.	Begriffliches.....	160
2.	Idee der ETF Konstruktion.....	161
3.	Funktionsweise.....	162

a)	Kollektivanlagefunktion.....	162
b)	Indexbasierte Kapitalanlage.....	162
aa)	Passive Anlagestrategie.....	162
bb)	Indexnachbildung durch Effektenlieferungen der Investoren.....	163
c)	Inverkehrsetzen und Umlauf von Anteilen.....	164
aa)	Schaffungs- und Einlösungsprozess durch profes- sionelle Institute („Creation and Redemption“).....	164
bb)	Börsenhandel als Ein- und Ausstieg für Kleinanleger.....	165
cc)	Zusammenspiel der Primär- und Sekundärmarkt- funktionen.....	166
d)	Preisfeststellung.....	166
aa)	Ausgabe- und Rücknahmepreisberechnung im Primärmarkt.....	166
bb)	Preisfeststellung im Sekundärmarkt.....	167
i)	Börslicher Preisbildungsvorgang.....	167
• ii)	Angleichung der Börsenpreise an den Inventar- wert durch Arbitragemechanismus.....	167
e)	Gebühren.....	169
4.	Zusammenfassung.....	169
II.	Struktur.....	170
1.	Rechtliche Organisation.....	170
2.	Geschäftsstruktur.....	172
a)	Strukturierung von ETF.....	172
aa)	Trägerschaft.....	172
bb)	Leitung.....	172
cc)	Distribution.....	173
b)	Segmentierung („Umbrella-Fonds“).....	174
3.	Kapitalstruktur.....	174
a)	Variables Kapital.....	174
b)	ETF als Hybrid zwischen Open-end- und Closed-end- Struktur.....	175
4.	Indexierung.....	176
a)	Grundlagen der indexbasierten Kapitalanlage.....	176
aa)	„Index Tracking“.....	176
bb)	Börsenindizes.....	176
cc)	Indexierungstechniken.....	177
b)	Indexierung des ETF-Portfolios.....	178
aa)	Replizierung durch Effektenlieferung im Rahmen des „Creation-Redemption-Mechanismus“.....	178

bb)	Spezialfall der aussereuropäischen Indizes.....	180
cc)	Problem des „Tracking Error“.....	180
c)	Exkurs: Problematik „aktiv“ verwalteter ETF.....	181
<b>§ 9</b>	<b>Rechtliche Einordnung der ETF-Konstruktion . . . . .</b>	<b>183</b>
<b>I.</b>	<b>Ausgangslage.....</b>	<b>183</b>
<b>II.</b>	<b>Qualifikation als Anlagefonds nach AFG.....</b>	<b>183</b>
1.	Vorbemerkung.....	183
2.	Gesetzlicher Anlagefondsbegriff.....	184
3.	Vereinbarkeit der ETF-Konstruktion mit dem Anlagefonds- begriff.....	186
a)	Vermögen.....	186
aa)	Begriff.....	186
i)	Sondervermögen ohne Rechtspersönlichkeit . . . . .	187
ii)	Von Anlegern eingebrachtes Vermögen . . . . .	188
bb)	ETF-Vermögen nicht direkt von Anlegern eingebracht	188
b)	Fremdverwaltung.....	190
aa)	Begriff.....	190
i)	Selbständige Verwaltungstätigkeit durch Fondsleitung.....	190
ii)	Verwaltung für Rechnung der Anleger in eigenem Namen.....	191
bb)	Fehlende Fremdverwaltung bei Indexausrichtung . . . . .	192
c)	Kollektive Kapitalanlage.....	193
aa)	Begriff.....	193
i)	Kapitalanlage.....	194
ii)	Gemeinschaftlichkeit der Kapitalanlage.....	194
bb)	Klassische Kapitalanlagefunktion als Nebenzweck....	195
d)	Öffentliche Werbung.....••.....	195
aa)	Begriff.....	195
bb)	Öffentliche Werbung auf den Sekundärmarkthandel beschränkt.....	197
e)	Ergebnis.....	198
4.	Qualifikation ausländischer ETF als Anlagefonds gemäss AFG	199
a)	Gesetzliche Systematik.....	199
aa)	Ausländische Anlagefonds nach Art. 44 Abs. 1 AFG.	199
bb)	Andere im Herkunftsland einer Aufsicht unterstehende ausländische Vermögen oder Gesellschaften nach Art. 44 Abs. 2 AFG.....	200

cc)	Anlagefondsähnliche ausländische Sondervermögen nach Art. 2 Abs. 3 AFV.....	200
b)	Unterstellung ausländischer ETF.....	201
aa)	Vorbemerkung.....	201
Abb)	Voraussetzungen für NichtUnterstellung.....	202
i)	Closed-end-Struktur.....	202
ii)	Selbstverwaltung.....	202
iii)	Anlagefondsaufsicht.....	203
cc)	Ergebnis.....	203
c)	Bewilligung ausländischer ETF.....	203
aa)	Gleichwertige Aufsicht im Herkunftsland.....	203
bb)	Gleichwertige Organisation und Anlagepolitik.....	204
cc)	Ergebnis.....	204
III.	Zulassung von ETF im Rahmen der EBK-Praxis.....	205
1.	Unterstellung unter das AFG.....	205
2.	Bewilligungsvoraussetzungen.....	205
a)	Open-end-Struktur.....	205
b)	Market Making.....	206
aa)	Umfang der Market Making-Aktivität.....	206
bb)	Spezialregelung für auf „ausereuropäischen“ Indizes beruhende ETF.....	207
i)	Problematik.....	207
ii)	Zwei Market Maker.....	207
iii)	Breitere Preisspanne.....	208
cc)	Hinweis im Prospekt.....	208
dd)	Überwachung des Market Making durch die SWX... ..	208
c)	Publikation des indikativen Inventarwerts.....	209
d)	Verbot des „payment in kind“.....	209
aa)	Gebot der Barzahlung für schweizerische ETF.....	209
bb)	Zulässigkeit für ausländische ETF.....	209
e)	Kotierung an einer Börse.....	210
3.	Bewilligungspflicht im Falle der Verwendung von ausländisch- en ETF als Basiswert von Finanzinstrumenten?.....	210

## § 10 Einzelfragen.....212

I.	Ausschluss der Anleger vom Primärmarkt.....	212
1.	Ausschluss vom Primärmarkt als wesentliches Element des ETF-Konzepts.....	212
2.	Zulässigkeit des Ausschlusses des Rückgaberechts.....	213

a)	Zwingendes Rückgaberecht gemäss Art. 24 Abs. 1 AFG ....	213
b)	Zulässigkeit der Hybrid-Konstruktion für ausländische ETF	213
c)	Ausnahmebestimmung für institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie nicht anwendbar .....	214
3.	Zulässigkeit der Beschränkung der Bezugsmöglichkeit auf Authorized Participants.....	215
4.	Problematik prohibitiver Ausgabe- und Rücknahme-kommissionen.....	216
a)	Vereitelung des Rückgaberechts.....	217
b)	Gebührenerhebung unter dem Aspekt des Gleichbehandlungsgebots.....	218
5.	Fazit!.....	219
II.	Regelung des Market Making.:.....	219
1.	Grundsätzliches zum Market Making in ETF-Produkten.....	219
• a)	Begriff und Funktion des Market Making.....	219
aa)	Definition.....	219
bb)	Elemente.....	220
cc)	Funktion.....	220
i)	Bereitstellung von Liquidität.....	220
ii)	Steuerung der Marktpreisentwicklung.....	221
b)	Market Making als Voraussetzung für die Zulassung von ETF-Produkten.....	221
c)	Kapitalmarktrechtlicher Kontext.....	221
2.	Rechtliche Grundlage der Market Making-Vorschrift.....	222
a)	Anlagefondsgesetzgebung.....	223
aa)	Keine Regelung zum Market Making.....	223
bb)	Market Making-Pflicht nicht aus Treuepflicht ableitbar.....	223
cc)	Exkurs: Vergleich zu Market Making-Vorschrift für Immobilienfonds.....	225
b)	Selbstregulierungsvorschriften.....	226
c)	Fazit.....	226
3.	Notwendigkeit des Market Making.....	227
a)	Problematik des ETF-Konzepts.....	227
aa)	Schlechterstellung des Anlegers im börslichen Handel im Vergleich zum Primärmarkt.....	227
i)	Fehlende Liquidität.....	228
ii)	Vom Inventarwert abweichende Börsenpreise .....	228
bb)	Ungleiche Behandlung der Anlegerkategorien?.....	229
cc)	Fazit.....	230

b)	Einführung einer Market Making-Pflicht <i>de lege ferenda</i> ....	231
aa)	Besondere Berücksichtigung des neuartigen Konzepts der ETF-Produkte.....	231
bb)	Verbesserung der Stellung der Anleger im börslichen Handel durch Market Making.....	232
4.	Market Making-Vertrag der SWX.....	232
a)	Natur.....	232
b)	Stellung des Market Maker im Gefüge der ETF-Organisation.....	233
c)	Inhalt.....	234
aa)	Pflichten des Market Maker.....	234
i)	Maximaler Spread.....	234
ii)	Mindestauftragsgrösse.....	235
iii)	Äusnahmesituationen.....	235
bb)	Publikation des indikativen Inventarwerts durch die SWX <sup>1</sup> ..!	236
cc)	Überwachung und Sanktionierung.....	236
dd)	Beurteilung...../.....	237
III.	Verbot der Einlage von Effekten.....	237
1.	Begriff und Bedeutung der Effekteneinlage („payment in kind“).....	237
2.	Verbot des Erwerbs von Anlagen mittels Ausgabe von Anteilen.....	238
a)	Verbotsnorm.....	238
b)	Zweck des Verbots.....	239
c)	Ausnahmen vom Verbot.....	239
aa)	Anlagefonds für institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie.....	240
bb)	Vereinigung und Repatriierung von Anlagefonds.....	240
d)	Regelung von Sacheinlagen <i>de lege ferenda</i> .....	241
3.	Differenzierende Betrachtung im Falle von ETF.....	242
a)	Keine Gefährdung des Gesetzeszwecks.....	242
b)	Zulassung des „payment in kind“ für ETF.....	242
IV.	Indexierung als Anlagestrategie aus Sicht des AFG.....	243
1.	Festlegung der Anlagestrategie durch Indexwahl.....	243
2.	Unterstellung von indexorientierten Kollektivanlagen unter das AFG.....	243
a)	Fehlende Fremdverwaltung.....	243
aa)	Fremdverwaltung als Unterstellungsvoraussetzung.....	243
bb)	Fremdverwaltung und Indexnachbildung.....	244
b)	Folgerung.....	245
c)	<i>De lege ferenda</i> : Erfassung der Indexierung durch das AFG.....	246

3. Rechtliche Anforderungen an die Indexierungstechnik .....	246
4. Risikoverteilungsvorschriften des AFG.....	247
a) Grundsatz der Risikoverteilung.....	247
b) Gesetzliche Regelung.....	249
c) Fehlende Adäquanz der Risikoverteilungsvorschriften für indexorientierte Anlagefonds.....	249
d) Neuregelung der Risikoverteilungs Vorschriften.....	251
aa) Voraussetzung.....	251
bb) Revidierte Risikoverteilungsvorschrift für Indexfonds inOGAW-RL.....	251
cc) Folgerung für die schweizerische Rechtsetzung.....	252
<b>Zusammenfassung.....</b>	<b>255</b>
<b>Summary.....</b>	<b>260</b>
 <b>Anhang.....</b>	 <b>267</b>
Anhang I: Auflistung der an der SWX kotierten Anlagefonds.....	269
Anhang 2: Zusatzreglement für die Kotierung von Anlagefonds.....	273
Anhang 3: SWX Market Making Agreement.....	283