

Sonderdruck aus:

«Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts»
Schweizer Schriften zum Bankrecht, Band 37

ROLF WATTER

Die Regulierung der
Effekthändler (und der Banken)
im BEHG

Schulthess Polygraphischer Verlag Zürich 1996

**Die Regulierung der Effektenhändler
(und der Banken) im BEHG**

von Rolf Watter

A. Ist-Zustand und Übergangsrecht

Effektenhändler sind in der Schweiz bis anhin nur auf kantonaler Ebene reguliert gewesen, wobei vor allem das *Zürcherische Wertpapiergesetz* vom 22. Dezember 1912, letztmals revidiert am 27. September 1992, (nachfolgend «ZHWPG») von Bedeutung war.

Das ZHWPG unterscheidet zwischen den sogenannten *A- und B-Lizenzträgern*, bzw. Effektenhändlern mit und ohne Sitz an der Börse.¹ Verlangt wird von allen Effektenhändlern, dass sie über einen guten Leumund verfügen und die notwendigen Fachkenntnisse besitzen, ferner eine Organisation nach reellen kaufmännischen Grundsätzen haben (§§ 3 f. ZHWPG). Sodann finden sich in den §§ 13 ff. ZHWPG Anforderungen an das Geschäftsgebarren der Effektenhändler.²

Die kantonalzürcherische Regelung wird durch das *Bundsgesetz über die Börsen und den Effektenhandel*³ (Börsengesetz, nachfolgend «BEHG») abgelöst werden, wobei Übergangsrechtlich die Zürcher Regelung noch für längstens drei Jahre nach Inkrafttreten des BEHG gilt (Art. 48 Abs. 3 BEHG); da mit Inkrafttreten auf den 1. Juli 1996 gerechnet wird also längstens bis 1. Juli 1999. Das Bundesrecht gilt allerdings mit Inkrafttreten des BEHG schon insoweit, als sich die bisherigen Effektenhändler innert dreier Monate bei der Aufsichtsbehörde zu melden⁴ und grundsätzlich innert zweier Jahre den Anforderungen des BEHG zu genügen haben (Art. 50 Abs. 1 BEHG); das BEHG gilt ferner ab Erhalt einer Bewilligung

1 Nach der Grobunterscheidung in § 5 ZHWPG in Bewilligungen für das Gewerbe eines Börsenmitglieds (lit. a) und den ausserbörslichen Verkehr mit Wertpapieren (lit. b).

2 Vgl. auch die Darstellung im Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen vom 21. Dezember 1989, 84 ff. (allerdings noch zum Rechtszustand vor 1992).

3 Gesetz vom 24. März 1995 – die Publikation in der AS steht noch aus. Im Moment des Abschlusses dieses Manuskripts befanden sich erst Teile der Verordnung zum BEHG in der Vernehmlassung, konkret der Entwurf des EFD vom 22. September 1995 zur VO des BR über die Börsen und den Effektenhandel (nachfolgend «E-BEHV») und der Entwurf der EBK über die VO der EBK über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. August 1995 (nachfolgend «E-BEHV-EBK»).

4 Vgl. auch Art. 39 E-BEHV für Banken.

der Bundesaufsichtsbehörde (Art. 48 Abs. 2 BEHG). Über das Bewilligungsgesuch muss von den Behörden spätestens innert dreier Jahre ab Inkrafttreten des Gesetzes entschieden werden (Art. 50 Abs. 2 BEHG).

Einen Eindruck über die Zahl der Effekthändler, die in der Schweiz tätig sind, vermittelt jeweils der Jahresbericht der Zürcher Börse: im Januar 1995 waren 29 Börsenmitglieder und 208 ausserbörsliche Wertpapierhändler (total also 237 Effekthändler) registriert; dabei hatten rund 160 Bankenstatus.

B. Die Regulierung der ausserbörslichen Effekthändler im BEHG

1. Begriff und Anwendungsbereich des BEHG in diesem Gebiet

a. Allgemeines

Effekthändler ist nach Art. 2 lit. d BEHG, wer *gewerbmässig* (i) als *Dealer*⁵ für eigene Rechnung zum *kurzfristigen Wiederverkauf* oder (ii) als *Broker*⁶ für *Rechnung Dritter* Effekten⁷ auf dem Sekundärmarkt kauft oder verkauft oder (iii) als *Underwriter*⁸ auf dem Primärmarkt Effekten

5 Der Klassiker der Wertpapierhandelsgesetze, der amerikanische Securities Exchange Act von 1934, definiert den Dealer in § 3(a)(5) folgendermassen: "The term «dealer» means any person engaged in the business of buying and selling securities for his own account, through a broker or otherwise, but does not include a bank, or any person insofar as he buys or sells securities for his own account, either individually or in some fiduciary capacity, but not as a part of a regular business."

6 Die Definition in § 3(a)(4) des Securities Exchange Act lautet hier folgendermassen: «The term «broker» means any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others, but does not include a bank.»

7 Effekten sind dabei nach Art. 2 lit. a BEHG einseitige Wertpapiere (oder entmaterialisierte Wertpapiere, als Wertrechte bezeichnet), die Beteiligungs- oder Forderungsrechte (oder Hybridformen) verkörpern, ferner Anlagefondsanteile und Derivate (dazu Fn. 9,10), vgl. BOTSCHAFT zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, BBl. 1993 I 1369 ff. (nachfolgend zitiert nach dem Separatdruck), 27 f.

8 Er ist im Securities Act 1933 (der den Primärmarkt regelt) in § 2(11) folgendermassen umschrieben: «The term «underwriter» means any person who ... purchased from an issuer

öffentlich anbietet oder (iv) selber handelbare, standardisierte⁹ *Derivate*¹⁰ schafft und öffentlich anbietet.

Nicht erfasst vom BEHG ist der Devisen- oder Rohstoffhändler; solche Personen können aber trotzdem in den Geltungsbereich dieses Gesetzes fallen, wenn sie zusätzlich gewerbmässig mit handelbaren Derivaten auf Devisen oder Rohstoffe tätigen. Ebenfalls nicht unter das BEHG fallen Vermögensverwalter oder Personen, die nur Beratungsleistungen im Zusammenhang mit Wertpapieren erbringen, z.B. Analysten.

Voraussetzung ist für alle Arten von Effekthändlern zunächst die *Gewerbmässigkeit*. Die BOTSCHAFT¹¹ verweist hier auf die handelsregisterrechtliche Definition des Gewerbes, also auf die selbständige, auf dauernden Erwerb gerichtete wirtschaftliche Tätigkeit.

Die Gewerbmässigkeit im Effektenhandel war bisher vor allem im Steuerrecht eine heiss umstrittene Frage: Indem von einer Privatperson angenommen wurde, sie handle jenseits der blossen «schlichten» Vermögensverwaltung und damit gewerbmässig mit Effekten, wurden grundsätzlich private und steuerfreie Kapitalgewinne in Gewinne aus selbständiger Erwerbstätigkeit umqualifiziert.¹²

Der E-BEHV statuiert in Art. 2 Abs. 1 zusätzlich, dass nur unter den Begriff des Effekthändlers fällt, wer *hauptsächlich* im Finanzbereich tätig ist (was offenbar bei den Effekthändlern nach Abs. 2 nicht nötig ist).

with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking ..."

9 Nicht standardisierte Derivate sind vom BEHG nicht erfasst, vgl. BOTSCHAFT (Fn. 7), 27; wer «massgeschneiderte» Derivate anbietet, braucht damit keine Effekthändlerbewilligung, so explizit nun Art. 1 E-BEHV.

10 Derivate können als Basiswerte Wertpapiere oder Wertrechte haben, aber auch Devisen, Metalle, Rohstoffe oder Indices (die als Basiswerte vom Börsengesetz selber nicht erfasst sind), so explizit nun Art. 1 E-BEHV. Ob sich daraus Konsequenzen für die Zulassungen an Börsen ergeben, wird sich noch weisen müssen. Momentan werden nämlich nur Optionen kotiert, die auf einem oder mehreren («Baskets») Wertpapieren (s) oder einem Index basieren, vgl. Richtlinie der schweizerischen Zulassungsstelle vom 18. Mai 1993 betr. die Kotierung von Optionssehrnen.

11 (Fn. 7), 28 f.

12 Vgl. beispielsweise BGE in ASA 1987/8, 366 ff. (=STE 1987, B.23.1, Nr. 11); zurückhaltender nur insbesondere das ZH VwGr in STE 1994, B. 23.1, Nr. 28 (=SR 1994, 362 ff.).

Die Forderung nach einer «hauptsächlichlichen Tätigkeit» ist allerdings nach der hier vertretenen Ansicht wenig glücklich. So wird in Art. 7 der gleichen Verordnung gefordert, dass der Effektenhändler – um die Aufsicht überhaupt zu ermöglichen – hauptsächlich im Finanzbereich tätig sein muss, wobei im Kommentar zum Verordnungsentwurf dazu ausgeführt wird, dass gemischte Unternehmen die Effektenhandels-sparte allenfalls ausgliedern hätten. Diese Aussage ist mit der jetzigen Begriffsdefinition in Art. 2 unvereinbar, würden doch gemischte Unternehmen eventuell gar nicht unter den Effektenhändler-begriff fallen. Die Unlogik des Begriffsmerkmals der hauptsächlichlichen Tätigkeit in Art. 2 E-BEHV wird auch daraus ersichtlich, dass – richtigerweise – erwähnt wird, dass Notare und Anwälte unter den Effektenhändlerbegriff fallen könnten (N 14 des Kommentars), was aber dann ausgeschlossen ist, wenn man die Hauptberuflichkeit zum Begriffsmerkmal macht.

Anzumerken ist, dass bei den Effektenhändlern *keine Selbstregulierung* vorgesehen ist, wie das bei den Börsen der Fall ist.

Nach der obigen Einteilung lassen sich vier Kategorien von Effektenhändlern unterscheiden, wobei in der Praxis der Effektenhändler oft in allen tätig sein wird:

b. Der Dealer

Erfasst wird zunächst der *Eigenhandel* auf dem Sekundärmarkt, wobei nur derjenige dem BEHG unterliegt, der gewerbsmässig Effekten zum *kurzfristigen Wiederverkauf* erwirbt, also insbesondere der *Arbitrageur*, der von Kursdifferenzen auf verschiedenen Märkten durch dauerndes Kaufen und Verkaufen Gewinne erzielen will oder der *Market Maker*, der in einem bestimmten Titel einen Markt macht, d.h. regelmässig Ankaufs- und Verkaufspreise stellt.

Zivilrechtlich schliesst der Dealer Kaufverträge mit Dritten ab; der blasse Dealer wird dabei – wenigstens in der heutigen Marktstruktur – entweder ausserbörsllich handeln oder einen Effektenhändler einschalten.

Die Regulierung des Eigenhandels lässt sich nur mit dem vom BEHG angestrebten *Funktionssschutz* (Art. 1 BEHG) erklären, nachdem der Anlegerschutz – mangels Anleger – hier ja nicht betroffen ist. Damit drängt sich m.E. eine enge Auslegung des Begriffes des Dealers auf, womit insbesondere das Vorliegen einer Absicht zum kurzfristigen Wiederverkauf nur zurückhaltend angenommen werden darf. Massgebend muss im

weiteren die (gewerbsmässige, also auf eine unbestimmte Anzahl Geschäfte gerichtete) subjektive Absicht des allfälligen Effektenhändlers beim Erwerb der Effekten sein – verkauft er (entgegen dem ursprünglichen Plan) die Effekten nur kurzfristig, weil sich sofort nach dem Kauf eine Gewinnmöglichkeit ergibt, ist er deswegen nicht als Effektenhändler zu qualifizieren.

Nicht erfasst sind demnach Pensionskassen und Industrieunternehmen, die direkt auf den Effektenmärkten auftreten, da sie den nötigen kurzfristigen Anlagehorizont nicht haben. Sie unterstehen allenfalls der Bestimmung von Art. 15 Abs. 4 BEHG, können also vom Bundesrat einer Meldepflicht unterstellt werden.¹³

Dem Börsengesetz ebenfalls nicht unterstellt ist derjenige, der im Effektenleihgeschäft tätig ist, da nur Kaufgeschäfte erfasst sind.

Im Gesetz nicht beantwortet wird die Frage, ob derjenige, der zwar mit dem geforderten kurzfristigen Horizont denkt und handelt, am Markt aber nur *über einen anderen Effektenhändler* auftritt, unter die Definition (und damit unter die Bewilligungspflicht) fällt. M.E. ist diese Frage zu verneinen, da auch der Funktionsschutz eine solche Unterstellung nicht rechtfertigt.¹⁴

c. Der Broker

Auf dem Sekundärmarkt wird sodann der Handel im eigenen Namen, aber für Rechnung Dritter, also die *eigentliche Brokerstätigkeit*, erfasst. *Zivilrechtlich* handelt ein solcher Broker als *Kommissionär*.¹⁵

Anwendbar sind also auf die zivilrechtlichen Beziehungen zwischen dem Broker und seinem Kunden die Art. 425 ff. OR über die *Kommission*, während für die Transaktion des Brokers mit der Gegenpartei *Kaufrecht* gilt. Art. 432 OR gibt dem Kommissionär (dem Broker)

¹³ Vgl. BOTSCHAFT (Fn. 7), 29. So explizit auch E-BEHV Art. 2 Abs. 4. Vgl. zu Art. 15 Abs. 4 BEHG nun auch Art. 15 E-BEHV.

¹⁴ Vgl. zu ähnlichen Überlegungen der in Fn. 12 zitierte Entscheidung des ZH VwGr, anders dagegen das dort ebenfalls zitierte Bundesgericht. Vgl. andererseits die Begriffsumschreibung im Securities Exchange Act in Fn. 5.

¹⁵ Vgl. zu den zivilrechtlichen Regelungen zwischen Kunde und Broker ROlf WATTEr, *Handel in Wertpapieren auf einer Netto-Basis*, FS zum schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 183 ff. Diese Ausführungen werden im folgenden leicht geändert wiedergegeben.

einen Anspruch auf eine *Provision* (Courtage). Mangels einer konkreten Abmachung gilt für die Höhe dieser Courtage ein marktüblicher Ansatz.¹⁶ Die Beziehung zwischen dem Broker und seinem Kunden ist sodann geprägt von der kommissions-, bzw. *auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht* (Art. 425 Abs. 2 und 398, ferner 428, 429 OR). Betreffend der *Rechnungsablegung* gilt, dass die Bank sowohl die vertragsrechtliche (Art. 426 Abs. 1 OR), als auch die aufsichtsrechtliche (§ 14 Abs. 1 ZHWP, Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG) Pflicht hat, dem Kunden die Ausführung des Auftrages sofort¹⁷ anzuzugehen.

Art. 436 und 437 OR erlauben dem Broker den *Eintritt als Eigenhändler*.¹⁸ Dieser sogenannte Selbsttritt¹⁹ ist im Wertpapiergeschäft die Regel, was unter anderem mit dem Bankgeheimnis (oder mit der Geheimnispflicht nach Art. 43 BEHG) begründet wird²⁰ und auch verhindern soll, dass der Kunde von seinem Recht Gebrauch macht, das Abschlussdokument mit der effektiven Gegenpartei einzusehen.²¹ Mit dem Selbsttritt wandelt sich das Verhältnis Kunde-Broker von einer Kommissionsbeziehung in einen gemischten Vertrag mit kaufrechtlichen Elementen,²² bei der der Broker verpflichtet ist,

16 Die *Courtag* Konvention, die in früheren Jahren die Banken zur Belastung bestimmter Courtagen gezwungen hat, wurde am 31. Dezember 1990 abgeschafft. Banken sehen oft in ihren allgemeinen Geschäftsbedingungen vor, dass Kommissionen nach den für die Bank jeweils geltenden Ansätzen abgerechnet werden.

17 Eine *sofortige* Anzeigepflicht kennt nur das Zürcher Recht, nicht aber das BEHG. Vgl. immerhin Fn. 83.

18 So auch § 15 ZHWP.

19 Im Rahmen dieses Selbsttrittes wird teilweise unterschieden zwischen dem formalen Selbsttritt (die Bank schliesst ein Geschäft mit dem Kunden ab), dem wirtschaftlichen Selbsttritt (die Bank handelt mit dem Kunden über ihr Nostrokonto) und dem fiktiven Selbsttritt (Kundenorder werden intern kompensiert oder es erfolgt ein Handel über den Nostrobestand aus abwicklungstechnischen Gründen), vgl. Bericht (Fn. 2), 94.

20 So Bericht (Fn. 2), 94; diese Begründung ist allerdings nicht unbedingt zwingend, tritt der Kommissionär doch stets im eigenen Namen auf; die Identität des Bankkunden bleibt damit immer geschützt.

21 Vgl. § 15 Abs. 2 ZHWP; Gegenpartei ist allerdings in aller Regel auch wieder ein Broker, womit auch hier die Geheimhaltungsinteressen nicht besonders hoch sind.

22 Vgl. HONSELL/VOGT/WÄTTER, *Kommentar zum schweizerischen Privatrecht*, Basel 1994 (nachfolgend OR-BEARBEITER), von PLANTA, Art. 436 N 3, 9; vgl. auch JOSEPH HORSTETTER, *Schweiz, Privatrecht*, Bd. VII/2, Basel 1979, 158, 160, der betont, dass neben dem Kaufgeschäft auch das Kommissionsverhältnis weiter besteht. Vgl. auch Urs PHILIP ROTH, *Aufklärungspflichten im Vermögensanlagegeschäft*, FS Kleiner, Zürich 1993, 20 f. der dann allerdings bei einem Eintritt als Eigenhändler offenbar nur kaufrechtliche Bestimmungen anwenden will; es kann aber kaum im Bereich der einen Vertragspartei

den zur Zeit des Selbsttrittes geltenden Marktpreis als Kaufpreis in Rechnung zu bringen; er darf zusätzlich eine Courtage berechnen.²³ Damit wird vertragsrechtlich beim Selbsttritt ein Mischatbestand geschaffen, auf den gewisse Kommissionsregeln (Provision, Auftrags- und Sorgfaltspflicht)²⁴ und kaufvertragliche Regeln (z.B. Gewährleistung, Verzugsfolgen) anwendbar sind.²⁵

Denkbar ist ferner, dass ein Wertpapiergeschäft zwischen Broker und Kunde *als Kauf* strukturiert wird,²⁶ der Broker also (ausserhalb des kommissionsrechtlichen Selbsttrittes) dem Kunden als Käufer bzw. Verkäufer von Wertpapieren gegenübertritt, indem er diese für den Nostro-Bestand kauft oder aus diesem verkauft. Bei einer solchen vertraglichen Ausgestaltung bestehen im Grundsatz *keine kommissionsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten*,²⁷ die Pflicht zur Rechnungsablegung ergibt sich nur aus öffentlich-rechtlichen Normen (§ 14 Abs. 1 ZHWP, Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG). Da aber der Kunde zusätzlich zum Wertpapiergeschäft in aller Regel eine *Kontobeziehung* mit dem Broker unterhält, folgen aus dieser Rechtsbeziehung – nach allerdings stark umstrittener Ansicht²⁸ – auftragsrechtliche Sorgfalts- und Treuepflichten des Brokers.²⁹ Unbestritten ist das Bestehen solcher Pflichten dort, wo zwischen der Bank und ihrem

stehen, welcher Vertragstypus (wohlverstanden nach Erteilen eines kommissionsrechtlichen Auftrages) auf eine Beziehung anwendbar ist.

23 Vgl. zum Provisionsanspruch Art. 432 OR; zum Anspruch auf Provision bei Selbsttritt OR-VON PLANTA (Fn. 22), Art. 436 N 3, 10; HORSTETTER (Fn. 22), 160.

24 Vgl. zur begrenzten Rechenschaftspflicht OR-VON PLANTA (Fn. 22), Art. 436 N 11; anders offenbar ROTH, vgl. Fn. 22 oben.

25 Vgl. OR-VON PLANTA (Fn. 22), Art. 436 N 3.

26 Vgl. BRUNO GERRIG, *Der Kursschnitt im Wertpapierhandel*, FS Kleiner, Zürich 1993, 56 f. und Bericht (Fn. 2), 92.

27 Vgl. CLAUDIUS-WILHELM CANARIUS, *Bankvertragsrecht*, 2. Aufl., Berlin/New York 1981, N 1824 ff.

28 Vgl. die Zusammenstellung ablehnender Argumente und Meinungen bei ROTH (Fn. 22), 15 f., speziell Fn. 9. Ablehnend zur Lehre des allgemeinen Bankvertrages auch CLAUDIUS-WILHELM CANARIUS, *Bankvertragsrecht*, Bd. I, 3. Aufl., Berlin/New York 1988, N 2 ff.; vgl. aber auch daselbst N 12 ff. zur Vertrauenshaftung, N 118 f. zur Treuepflicht und die Ausführungen in der 2. Aufl. (Fn. 27), N 1880.

29 Vgl. zur Lehre vom Bankvertrag vor allem KLAUS J. HOPF, *Rechtsprobleme der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung der Schweizer Banken*, in: Grafenried (Hrsg.), *Beiträge zum schweizerischen Bankrecht*, Bern 1987, 142. Das Bundesgericht ist betreffend des Umfangs solcher Pflichten zurückhaltend, vgl. BGE vom 23. März 1993, besprochen von ROLF H. WEBER in ZBRV 1993, 692 ff. und ROLF WÄTTER in AJP 1993, 1518 f. Vgl. ferner (ablehnend) zu Aufklärungs- und Abmahnungspflichten aus dem Depotvertrag ROTH (Fn. 22), 17 f.

Kunden ein Anlageberatungs- oder ein Vermögensverwaltungsvertrag besteht.³⁰ Es gilt deshalb im Ergebnis, dass auftragsrechtliche Sorgfals- und Treuepflichten oft auch bei einer kaufrechtlichen Strukturierung eines Wertpapiergeschäftes gelten.³¹ Diese Pflichten führen beispielsweise dazu, dass der Broker dem Kunden keine Wertpapiere anbieten darf, von denen er weiss, dass sie für diesen Kunden nicht geeignet sind.³² Der Broker hat bei einer kaufrechtlichen Strukturierung (im Gegensatz zum Selbsteintritt) keinen Anspruch auf eine Courtagelasse, ausser eine solche wäre ausdrücklich vereinbart worden. Kontrahiert ein «Broker» ausschliesslich im Rahmen solcher Kaufverträge mit seinen Kunden (was aber eine absolute Ausnahme sein wird) gilt er aufsichtsrechtlich nicht als Broker, allenfalls aber als Dealer. Diese kaufrechtliche Strukturierung der Geschäftsbeziehung gilt vor allem beim sogenannten *Nenotkhandel*.³³

Aus Gründen des Funktionsschutzes könnte wohl der *blosse Makler* (Art. 412 ff. OR), der lediglich Parteien zu einem Vertragsabschluss zusammenbringt (die dann in eigenem Namen und für eigene Rechnung auftreten), erfasst werden. Immerhin ist anzunehmen, dass der Makler vom Wortlaut der Definition des BEHG nicht erfasst ist und auch nach dem E-BEHV nicht als Effektenhändler zu gelten scheint.

Im Bereich der *Vermögensverwaltung* gilt folgendes: Der E-BEHV unterstellt in Art. 2 Abs. 2 lit. b, denjenigen, der Kundenkonten führt oder Effekten bei sich aufbewahrt oder bei Dritten aufbewahren lässt und Dritten gegenüber am Wertpapiermarkt auftritt, dem Effektenhändlerbegriff. Erfasst ist damit der Vermögensverwalter, der bei sich selber Sammelkonten führt.³⁴

³⁰ Vgl. ROTH (Fn. 22), 11 f. für beide Vertragsarten (mit weiteren Verweisen). Es ist m.E. denkbar, dass beim Vermögensverwaltungsvertrag die Bank Wertpapiergeschäfte mit ihren Kunden immer kaufrechtlich abwickelt. Dies ist vor allem dort denkbar, wo die Bank eine Gebühr für die Vermögensverwaltung erhebt, auf eine Courtagelasse für konkrete Transaktionen aber verzichtet.

³¹ CANARIS (Fn. 27), N 1896.

³² Vgl. hierzu ROTH (Fn. 22), 13 für Banken. A priori ungeeignet sind allerdings nur sehr wenige Wertschriften; im Einzelfall können Wertschriften in fremden Währungen darunter fallen, wenn nicht gleichzeitig das Währungsrisiko abgesichert wird.

³³ Vgl. WATTER (Fn. 15), 189 ff.

³⁴ Vgl. Erläuterungen EFD zum E-BEHV N 14 und 15.

Nicht erfasst ist demgegenüber derjenige, der bloss mittels einer Vermögensverwaltungsvollmacht Aufträge an eine Bank oder an einen Broker gibt.

d. Der Underwriter

Die in diesem Bereich nicht gerade glückliche Formulierung des Gesetzes («... auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten ...») muss m.E. so verstanden werden, dass nur eigentliche Underwriter – verstanden als Intermediäre, die mithilfe, Effekten im Rahmen von deren Emission im Publikum zu platzieren – unter die Bestimmung fallen, *nicht aber Emittenten*, die sich selber dazu entschliessen, ihre Effekten – beispielsweise anlässlich einer Kapitalerhöhung – dem Publikum anzubieten. Sie unterstehen lediglich der Prospektpflicht von Art. 652a und 1156 OR.

Etwas anderes gilt im Bereich der Derivate (vgl. nachfolgend lit. e): hier untersteht auch derjenige, der die betreffenden Effekten begibt, der Regelung des BEHG.

Für Underwriter gilt die Anwendung des BEHG unabhängig davon, ob sie die Emission *fest erwerben*, um sie anschliessend im Publikum zu platzieren,³⁵ oder lediglich – ähnlich einem Broker – Nachweise zum Vertragsschluss liefern.

Effektenhändler ist auch, wer gewertermässig sogenannte «secondary placements» macht, also beispielsweise bestehende Aktien eines Grossaktionärs im Publikum veräussert.

Zivilrechtlich ist der Vertrag des (oder häufiger der) Underwriter(s) mit dem Emittenten je nach Platzierungsform als Kaufvertrag oder Auftrag (allenfalls Kommission) zu qualifizieren. Die Underwriter unter sich sind durch einen Syndikatsvertrag gebunden.³⁶

Auf dem Primärmarkt löst das BEHG damit Art. 2a lit. c der BankVO ab, der mit Inkrafttreten der BEHV aufgehoben wird; diese Bestimmung verlangte bisher eine Bankenbewilligung, falls Wertpapiere oder Wertrechte

³⁵ Vgl. zum Begriff ROLF WATTER, *Prospekt(haft)pflicht heute und morgen*, AJP 1992, 50.

³⁶ Vgl. allgemein zum Emissionsvertrag ANDREAS ROHR, *Grundzüge des Emissionsrechts*, Zürich 1990, 123 ff.; ferner speziell zur Rolle der federführenden Bank DIETER ZOBEL / RETO ARAAGAU, *Zur Prospektprüfungspflicht der Banken bei Emissionen*, FR zum schweizerischen Juristentag 1994, 198 ff. Vgl. schliesslich zu den Beziehungen innerhalb des Syndikates CHRISTIAN BOYER, *La nature juridique des syndicats de prêt et les obligations des banquiers dirigés et gérants*, Diss. FR 1990, passim, speziell 80 ff.

(nicht aber Derivate) emittiert wurden. Neu ist nun für die Emission aller Arten von Effekten eine Effekthändlerbewilligung nötig. Das BEHG reguliert damit den Primärmarkt nur *indirekt*,³⁷ indem es die Hauptakteure auf diesem Markt einer Aufsicht unterstellt.

e. Der Emittent und Underwriter von Derivaten

Wie schon beim *Underwriter* angetönt, braucht es bei Derivaten nicht nur eine Effekthändlerbewilligung für den Vertrieb (was schon aus dem Begriff des «Effekten auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten» folgen würde), sondern auch für das «Schaffen» solcher Produkte, also insbesondere für das Schreiben von massenhaft begebenen Call- und Put-Optionen, seltener von Futures.

«Massenhaft» dürfte dabei im Sinne einer im Kapitalmarktrecht oft angewandten Faustregel bedeuten, dass mehr als 20 Derivate mit gleichen Konditionen begeben werden.

Diese Unterstellung ist gerechtfertigt, haben doch die Anleger, die solche Derivate erwerben, ein berechtigtes Interesse daran, dass die Emittenten von Derivaten ihre Verpflichtungen bei Verfall, bzw. Ausübung auch erfüllen können, dies speziell dort, wo die Basiswerte (wie bei Stillhalteroptionen) nicht vom Emittenten gehalten werden, sondern dieser sich selber – durch dynamisches Hedging oder anderswie – absichert.

Für *ausländische Emittenten* von Derivaten, die in der Schweiz vertrieben werden, dürfte keine Bewilligung nötig sein, ausser der Emittent würde hier Personen beschäftigen.³⁸ Hingegen benötigen natürlich die Underwriter dieser Derivatemissionen eine Effekthändlerbewilligung.

f. Verhältnis zum Bankenrecht

Das Verhältnis zum Bankenrecht präsentiert sich folgendermassen: Banken, die auch als Effekthändler tätig werden wollen – das wird die Mehrzahl sein – haben *zusätzlich* zu ihrer Bankenbewilligung eine Effekthändlerbewilligung zu beantragen.³⁹ Insofern unterscheidet sich der

37 Vgl. BOTSCHAFT (Fn. 7), 15 ff., 29.

38 Vgl. Art. 16 E-BEHV.

39 Vgl. zur zeitlichen Komponente Art. 39 E-BEHV.

neue Rechtszustand nicht vom bisherigen im Kanton Zürich, wo Banken ebenfalls noch um eine B-Lizenz nachsuchen mussten.

Banken geniessen gegenüber «blossen» Effekthändlern den *Vorteil*, dass sie keine separaten Rechnungslegungsvorschriften beachten müssen (Art. 16 Abs. 4 BEHG), nach Art. 12 Abs. 2 und 13 Abs. 2 BEHG vom Bundesrat von der Anwendung von Art. 12 und 13 BEHG ausgenommen werden können und schliesslich bei einem Bewilligungsentzug nicht automatisch aufgelöst werden (Art. 36 Abs. 2 BEHG).

Im Bereich der *Bewilligungserteilung* ist schliesslich anzunehmen, dass Banken relativ einfach eine Bewilligung erhalten, da sie ja ohnehin schon Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung bieten müssen, ferner über die nötigen Eigenmittel und über eine anerkannte Revisionsstelle verfügen. Es ist daher anzunehmen, dass Banken lediglich nachzuweisen haben, dass ihre interne Organisation auch auf den Effekthandel zugeschnitten ist.

g. Verhältnis zum Europarecht

Vergleicht man den Anwendungsbereich des BEHG mit der anwendbaren europäischen *Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen* (nachfolgend «ISD»),⁴⁰ welche Wertpapierhandelsfirmen (verkürzt) als Einheiten definiert,⁴¹ die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmässig Wertpapierdienstleistungen auf dem Primär- oder dem Sekundärmarkt⁴² für Dritte⁴³ erbringen, ergibt sich folgendes:

40 Richtlinie 93/22/EWG vom 10. Mai 1993, vgl. ABL. L 141 vom 11. Juni 1993, 27 ff. Die Mitgliedstaaten hatten die innerstaatlichen Rechtsvorschriften zur Umsetzung dieser Richtlinie bis zum 1. Juli 1995 zu erlassen und diese Vorschriften spätestens auf den 31. Dezember 1995 in Kraft zu setzen, vgl. Art. 31 ISD. Vgl. generell auch ROLF WÄTTER, *Wertpapierfirmen und Wertpapierdienstleistungen im Entwurf zum Börsengesetz und im EG-Recht – eine Übersicht*, AJP 1994, 294 ff. mit weiteren Verweisen.

41 Art. 2(1) ISD in Verbindung mit Art. 1(1) ISD; vgl. auch Erwägungen ISD, Abs. 7; wer nur Devisengeschäfte tätigen will, darf sich nicht auf die ISD berufen; die ISD gilt im übrigen nicht für Versicherungsunternehmen, Erwägungen ISD, Abs. 16, Art. 2 (2)(a) ISD.

42 Vgl. dazu die Abschnitte A und B des Anhanges, bzw. Art. 1(1) ISD, ferner MARKUS RUFNER / ERIC STUPP, *EG-Binnenmarkt für Wertpapierdienstleistungen: Die Schlüsselartikel der ISD/CAD und eine rechtsökonomische Analyse der Regulierungsprinzipien des Wertpapierdienstleistungsrechts*, FS Kleiner, Zürich 1993, 417 ff.

43 Handel auf eigene Rechnung eines Effekthändlers (der der Richtlinie ansonsten unterliegt) oder nach Abschnitt A des Anhanges zur ISD ebenfalls erfasst.

- (i) In beiden Ordnungen werden der «Investment Advice» und verwandte Finanzdienstleistungen nicht erfasst; der EU-Richtlinie unterliegen dagegen im Gegensatz zum Schweizer Recht alle *Vermögensverwalter*.⁴⁴
- (ii) Für Banken gelten in der EU nach Art. 2(1) ISD nur wenige Bestimmungen dieser Richtlinie – namentlich aber die zentralen Art. 10 und 11 ISD,⁴⁵ demgegenüber gilt das BEHG im Grundsatz kumulativ zum BankG, wobei die Vorschriften durch die zahlreichen Verweise im E-BEHV auf die BankV inhaltlich aber angeglichen werden.
- (iii) *Notare und Anwälte* sind von der ISD ausgenommen, falls sie Wertpapierdienstleistungen nur gelegentlich ausüben.⁴⁶ Der Effektenhändler im Nebenamt soll – sofern Gewerbmässigkeit vorliegt – vom Schweizer Gesetzgeber dagegen auch erfasst werden.⁴⁷
- (iv) Im Bereich der Derivate führt das blosse Schaffen von Derivaten nicht zu einer Unterstellung unter die ISD.⁴⁸

2. Die Bewilligung zur Aufnahme des Geschäftsbetriebes

Analog zum gegenwärtigen Zürcher Recht und zur ISD⁴⁹ verlangt das BEHG in Art. 10, dass die Tätigkeit eines Effektenhändlers von einer *Zulassungsbewilligung* abhängig ist. Ein Tätigwerden ist erst gestattet, wenn diese Bewilligung erteilt worden ist, andernfalls drohen Bussen bis zu CHF 200'000.-- (Art. 40 lit. b BEHG). Im weiteren steht der E-BEHV

in Art. 10 vor, dass der Effektenhändler vor dem Erhalt der Bewilligung nicht in das Handelsregister eingetragen werden darf.⁵⁰

Erfüllt der Gesuchsteller die folgenden *Voraussetzungen*, hat er Anspruch auf eine Bewilligung:⁵¹

- (a) Die *Organisation* des Effektenhändlers muss die Erfüllung der gesetzlichen Pflichten sicherstellen.⁵² Diese Organisation ist durch interne Vorschriften zu dokumentieren und es ist anzunehmen, dass die Aufsichtsbehörde verlangen wird, dass Änderungen von ihrer Zustimmung abhängig sind.⁵³

Art. 7 des E-BEHV verlangt zusätzlich, dass die Statuten und Reglemente den sachlichen und geographischen Geschäftsbereich eingehend beschreiben. Art. 3 (4) ISD verlangt das Einreichen eines Geschäftsplanes.

Art. 8 Abs. 2 E-BEHV verlangt weiter, dass eine betriebinterne *Funktionstrennung* zwischen Handel, Vermögensverwaltung und Abwicklung vorgesehen wird. Noch weitergehend verlangt Art. 7 Abs. 3 E-BEHV, dass der Effektenhändler hauptsächlich im Finanzsektor tätig sein muss; gemischte Unternehmen, die *auch* als Effektenhändler agieren, müssen damit diesen Betriebszweig ausgliedern und rechtlich verselbständigen.⁵⁴ Nicht verlangt ist im BEHG die Trennung zwischen Aufsichts- und Geschäftsführungsorgan, wie sie das Bankenrecht kennt.⁵⁵

Art. 3 Abs. 1 BankG: im Bereich des Effektenhändlers dürfte das Handelsregister aber Probleme haben, zu erkennen, dass es sich tatsächlich um einen Effektenhändler handelt. Dies ist in der Praxis wohl nur dann möglich, wenn das Wort Effektenhändler oder ein Ausdruck wie «Broker» im Firmennamen oder in der Zweckumschreibung tatsächlich verwendet werden. Vgl. zum Firmennamen ferner Art. 10 Abs. 7 BEHG.

Vgl. zu den Bewilligungsvoraussetzungen in der ISD WÄTTER (Fn. 40), 296.

Dazu gehört insbesondere eine Organisation, die sicherstellt, dass die Vorschriften von Art. 11 BEHG beachtet werden, u.a. also Interessenkonflikte möglichst vermieden werden, vgl. hierzu hinten, B. 4.c.

Vgl. hierzu nun Art. 14 E-BEHV, der eine vorgängige Genehmigungspflicht von Reglementsänderungen vorsieht. Eine Meldepflicht ist nun auch bei der Errichtung von Tochtergesellschaften oder Zweigniederlassungen im Ausland vorgesehen.

Vgl. auch Kommentar EFD zur E-BEHV, N.28.

Vgl. Art. 3 Abs. 2 lit. A BankG und Art. 8 BankV, dazu auch Kommentar EFD zum E-BEHV N.30.

44 Abschnitt A Ziff. 3 des Anhanges zur ISD. Vgl. demgegenüber zum Schweizer Recht B.1.c oben (am Ende) – ein Unterschied ergibt sich insbesondere beim Vermögensverwalter, der Konten betraut, die sich auf einer Bank oder bei einem Broker befinden.

45 Vgl. Art. 2(1) und 15 ISD. Banken profitieren von der ISD dadurch, dass ihnen dank ihr der europaweite Zugang zu Börsen offensteht.

46 Vgl. Art. 2(2)(c) ISD.

47 Vgl. Kommentar E-BEHV N.14 und oben, B.1.a (am Ende).

48 Vgl. ISD Anhang A.

49 Vgl. Art. 3 ISD, ferner Art. 22 ISD zur zuständigen Bei.

Der Effektenhändler hat auch für die Einhaltung seiner Organisationsvorschriften zu sorgen, *Überwachungs- und Risikomanagementsysteme* zu entwickeln und aufrechtzuerhalten (vgl. detailliert Art. 8 E-BEHV). Nach Abs. 4 E-BEHV ist ein *internes Inspektorat* vorgeschrieben, sofern der Geschäftsumfang ein solches erfordert.⁵⁶

Art. 9 E-BEHV verlangt weiter, dass der Effektenhändler *tatsächlich* von der Schweiz aus *geleitet* wird.⁵⁷ Überprüft wird das u.a. damit, dass die mit der Geschäftsführung betrauten Personen Wohnsitz in der Nähe des Sitzes haben müssen, auch diese Regel ist aus dem Bankenrecht bekannt.⁵⁸

(b) Ein *Mindestkapital* von CHF 1'500'000.-- muss vorliegen bzw. bei natürlichen Personen muss eine gleich hohe Sicherheit geleistet werden.⁵⁹

(c) Der Gesuchsteller, seine verantwortlichen Mitarbeiter und die massgebenden Aktionäre⁶⁰ müssen (i) die nötigen *Fachkenntnisse* haben und (ii) *Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit* bieten. Es ist dabei anzunehmen, dass die Aufsichtsbehörde das erstere Erfordernis an eine gewisse Erfahrung im Bereich des Wertpapierhandels knüpfen wird, wie das momentan im Kanton Zürich der Fall ist. Die Gewährsvoraussetzungen dürften nach aller Erwartung analog zum Bankengesetz definiert werden.

Im BEHG wird dabei von einer *Einheitslizenz* ausgegangen, dies im Gegensatz zur EU, wo in der ISD vorgesehen ist, dass die Zulassung nur für

56 Im Bankenbereich gilt das Rundschreiben der EBK über die interne Revision vom 3. Oktober 1988, das die Voraussetzungen anhand gewisser Schwellenwerte definiert.

57 Vgl. auch Art. 3 (2) ISD.

58 Art. 3 Abs. 2 lit. d BankG.

59 Vgl. Art. 11 E-BEHV. Diese Bestimmung sieht auch eine Erleichterungsmöglichkeit vor. Vgl. zur Rechtslage in der EU WATTEK (Fn. 40), 296.

60 Die massgebenden Aktionäre müssen an sich nur Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten, was in der Praxis aber wohl ein Minimum an Fachkenntnis voraussetzt. Als massgebender Aktionär bzw. qualifiziert Beteiligter gilt nach Art. 12 E-BEHV eine Person, die 10 % des Kapitals oder der Stimmen an einem Effektenhändler hält. Nach Art. 13 E-BEHV müssen qualifiziert Beteiligte gegenüber der Aufsichtsbehörde erklären, ob sie die Beteiligung für eigene Rechnung oder treuhänderisch für Dritte halten. Die Regelung ist analog zu Art. 3 Abs. 2 lit. d BankG.

einzelne – im Anhang zur ISD aufgezählten – Dienstleistungen erteilt werden kann.⁶¹ Immerhin ist denkbar – und auch zu hoffen – dass die Aufsichtsbehörde beispielsweise die Anforderungen an die interne Organisation an die in Aussicht genommene Tätigkeit knüpft.

Auch im jetzigen Bankenrecht werden die Voraussetzungen an die interne Organisation anders definiert, wenn sich eine Bank beispielsweise nicht im kommerziellen Kreditgeschäft engagiert. Analog sind an die Organisation eines Arbitrageurs andere Anforderungen zu stellen, als an einen Effektenhändler, der Kundengelder entgegennimmt.

Für *ausländische Effektenhändler*, die hierzulande keinen Sitz und keine Filiale unterhalten, hier aber tätig werden wollen, hat der Bundesrat nach Art. 10 Abs. 4 Vorschriften zu erlassen. Diese Vorschriften sind nun im Entwurf zur BEHV sehr liberal ausgefallen, indem eine Bewilligung nur dann verlangt wird, wenn der ausländische Broker hier Personen beschäftigt.⁶²

3. Allgemeine Verhaltensregeln

Das BEHG auflegt dem Effektenhändler folgende Pflichten (vgl. auch Ziff. 4 nachfolgend):

a. Eigenmittel- und Risikoverteilungsvorschriften

Der Effektenhändler muss – über das für die Bewilligungserteilung nötige Mindestkapital hinaus – *genügend Eigenmittel* für seine Geschäftstätigkeit haben (Art. 12 BEHG). Der E-BEHV verweist in Art. 24 auf die BankVO (vgl. Art. 12 ff., insbesondere 12h BankV), erlaubt aber den Aufsichtsbehörden, Ausnahmen zu gewähren.

Es ist fraglich, ob es gerechtfertigt ist, den «Nichtbankenbroker» denselben Vorschriften zu unterstellen wie eine Bank. Der Kommentar EHD zur E-BEHV anerkennt diesen Einwand grundsätzlich, macht aber mangelnde präzise Kenntnisse über die Verhältnisse bei solchen Brokern geltend.

61 Vgl. 3 (1) ISD.

62 Vgl. Erklärungen EHD zum E-BEHV N 46. Eine Ausnahme besteht dann, wenn der ausländische Effektenhändler hier Mitglied einer Börse werden will.

Die Berechnung erfolgt dabei auf einer *konsolidierten Basis* (Art. 14 BEHG), wobei explizit eine faktische Beistandspflicht ausreicht, damit Gesellschaften in den Konsolidierungskreis fallen.

Analoge Vorschriften finden sich in der EU in der *Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditlimiten* (nachfolgend «CAD»);⁶³

Risiken sind im Wertpapiergeschäft komplexer, als im klassischen Kreditgeschäft der Banken,⁶⁴ was die revidierte BankV nun ebenfalls – teilweise – anerkennt.⁶⁵ Handelsbestände werden meist nur kurzfristig gehalten, Gewinne und Verluste werden rasch realisiert.⁶⁶

Die CAD unterscheidet zwischen einem *Positionsrisiko* (grobunterteilt in ein Risiko für Schuldtitel⁶⁷ und für Aktien⁶⁸, vgl. auch Art. 12h BankV), einem *Abwicklungs- und Gegenpartierisiko*, einem *Fremdwährungs-* und einem *sonstigen Risiko*,⁶⁹ die nach vergleichsweise komplizierten Regeln mit Eigenkapital⁷⁰ zu unterlegen sind, dies zusätzlich zu Kapitalanforderungen nach der Richtlinie 89/647/EWG.⁷¹ Wie in der neuen BankV wird den Wertpapierhändlern erlaubt, ihre Positionen selber mit Terminkontrakten zu «hedgen», um ihre Unterle-

63 Vgl. WATTER (Fn. 40), 297 ff. Die Betrachtungsweise ist in der EU ebenfalls eine konsolidierte, vgl. Art. 7 CAD und 14 E-BEHG; ferner SCHULTE-MATTLER, EG-Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, BÜZW 1992, 603.

64 RUFNER/STUPP (Fn. 42), 433: Im Bankwesen geht es primär um das Kredit-, bzw. Ausfallrisiko.

65 Vgl. Art. 12g BankV.

66 RUFNER/STUPP (Fn. 42), 433.

67 Wo es vor allem um die Absicherung von Zinsrisiken geht, vgl. SCHULTE-MATTLER (Fn. 63), 603 f.

68 Gegenläufige Positionen in einem Papier können «genettet», d.h. verrechnet werden.

69 Anhang I bis IV zur CAD. Für das sonstige Risiko ist eine Eigenkapitalunterlegung vorgeschrieben, die einem Viertel ihrer fixen Gemeinkosten entspricht. Diese Deckung stellt ein Minimum dar, das auch dann einzuhalten ist, wenn die Unterlegungen der anderen Risiken einen geringeren Betrag ergibt, vgl. Art. 4(1) CAD. Vgl. auch RUFNER/STUPP (Fn. 42), 435; SCHULTE-MATTLER (Fn. 48), 603 f.

70 Dazu Anhang V CAD und SCHULTE-MATTLER (Fn. 48) 603 f.

71 Richtlinie des Rates vom 18. Dezember 1989 über «den Solvenzitätskoeffizienten für Kreditinstitute, ABl. L 386 vom 30. Dezember 1989, I.

gungspflicht, und damit ihre Kapitalkosten, zu senken (Art. 12h BankV).⁷²

Die EU-Mitgliedstaaten haben *zusätzlich* angemessene Eigenmittel für die Deckung solcher Risiken zu verlangen, die weder aus dem Wertpapiergeschäft stammen, noch durch die vorgenannte Richtlinie abgedeckt werden.⁷³

Der Effektenhändler muss ferner sein Risiko angemessen verteilen (Art. 13 BEHG), auch hier gilt das Bankenrecht, spezifisch Art. 21 BankVO (vgl. Art. 25 E-BEHV).

Im Gegensatz zur Bank fehlen beim Broker Liquiditätsvorschriften,⁷⁴ berücksichtigt wird hier offenbar, dass der Broker seine Aktiven sehr leicht verkaufen und damit verflüssigen kann.

b. Journalführungs- und Meldepflichten

Den Effektenhändler treffen sodann *Journalführungspflichten* nach Art. 15 BEHG, die natürlich alle Arten von Effekten (inklusive Derivate) umfassen; diese Pflichten werden in der BEHV-EBK näher ausgeführt werden. Auch der Fiskus wird sich auf dieses Journal abstützen, wenn er die Umsatzabgabe erhebt (vgl. Art. 13 ff. des BG über die Stempelabgaben); diese trifft allerdings Derivate nicht.

Die Journalführungspflicht erlaubt dem Anleger, die Geschäfte seines Beauftragten nachzuvollziehen. Zu den zu *erfassenden Daten* gehören nach Art. 1 E-BEHV-EBK:

- Zeitpunkt des Auftragsvorgangs (wobei ein Zeitstempel verlangt wird)
- Auftraggeber, Auftragsart (Kauf/Verkauf) und Art der Effekte
- Umfang des Auftrages, Auftragsart,⁷⁵ Gültigkeitsdauer und zusätzliche Kundenorder

72 Vgl. Ziff. 35 ff. Anhang I zur CAD für Aktien.

73 Vgl. Art. 4(2) CAD.

74 Vgl. Kommentar EFD zum E-BEHV N 57.

75 Dieses Erfordernis dürfte sich auf Aufträge «bestens» oder mit Limite verstehen.

- Zeitpunkt der Geschäftsausführung
- Gegenpartei (bzw. Angabe, dass ein Selbsteintritt vorliegt)
- erzielter, bzw. zugeteilter Kurs
- Abschlussart (börslich / ausserbörslich) und Abschlussort.

Den Effektenhändler treffen weiter *Meldepflichten*, die die Transparenz sicherstellen sollen (Art. 15 Abs. 2 BEHG) für Effekten, die in der Schweiz kotiert sind. «Meldeammelstelle» ist die Schweizerische Effektenbörse.⁷⁶

Wie schon erwähnt, kann diese Pflicht allenfalls auf *Nichteffektenhändler* ausgedehnt werden.⁷⁷

c. Jahresrechnung und Pflicht zur Revision

Für die *Rechnungslegungsvorschriften* wird auf das Bankennrecht verwiesen (Art. 26 E-BEHV, dies gestützt auf Art. 16 Abs. 2 und 3 BEHG). Der Bundesrat plant also, den ihm nach Gesetz zustehenden Ermessensspielraum voll auszuschöpfen und die Effektenhändler möglichst den Banken anzupassen.

Art. 16 Abs. 1 sieht ferner eine Pflicht des Effektenhändlers vor, seine Jahresrechnung zu *veröffentlichen*.

Ähnlich dem Bankengesetz wird schliesslich die *Revision* durch eine anerkannte Revisionsstelle⁷⁸ verlangt; diese soll gemäss Art. 17 Abs. 1 BEHG auch unangemeldete Zwischenrevisionen durchführen.⁷⁹ Diese Regelung lehnt sich ebenfalls stark an das BankG an und macht die Revisionsstelle zum *verlängerten Arm* der Aufsichtsbehörde.

76

Vgl. auch zum Inhalt der Meldung Art. 5 E-BEHV-EBK. Nach Art. 38 ff. der Börsenordnung der Schweizer Börse sind beispielsweise ausserbörsliche Transaktionen von den Börsenmitgliedern inner 30 Minuten zu melden.

77

Vgl. B. 1, b oben.

78

Zu deren Voraussetzungen Art. 18 BEHG.

79

Vgl. Art. 28 E-BEHV, der einen Verzicht erlaubt, falls ein interne Revision besteht.

4. Die Verhaltensregeln gegenüber den Kunden im besonderen

Im Verhältnis zwischen Effektenhändler und Kunde statuiert Art. 11 BEHG folgende Pflichten des Effektenhändlers:⁸⁰

Vorgeschichte sei hier, dass die Bankiervereinigung plant, Richtlinien zu diesem Artikel zu erlassen und zu veröffentlichen. Bei Abschluss dieses Manuskriptes waren diese Richtlinien noch nicht verabschiedet.

a. Die Informationspflicht

Den Effektenhändler trifft zunächst eine Informationspflicht; insbesondere muss er den Kunden auf Risiken aufmerksam machen, die mit einer bestimmten *Geschäftsart* verbunden sein können. Bei der Erfüllung dieser Pflicht darf der Effektenhändler die Geschäftserfahrenheit und die fachlichen Kenntnisse des Kunden berücksichtigen (Abs. 2).

Der Wortlaut des Gesetzes stellt auf die Geschäftsart ab; damit müssen Investitionstypen und Strategien gemeint sein, z.B. Anlagen in Aktien oder Obligationen, Kauf von Titeln in fremden Währungen, Transaktionen mit Derivaten (zu Hedging- und Spekulationszwecken). Aufsichtsrätlich besteht keine Pflicht, auf die Gefährlichkeit eines bestimmten Valors hinzuweisen (wohl aber können solche Pflichten aus Vertrag folgen, vgl. unten).

Grundsätzlich wird der Effektenhändler davon ausgehen dürfen, dass ein Kunde, der eine Wertschriftentransaktion beabsichtigt, die mit solchen Geschäften üblicherweise verbundenen Risiken kennt. Wo sich herausstellt, dass es sich um einen sehr *unerfahrenen Kunden* handelt, kann die Informationspflicht folgende Bereiche betreffen:

(i) In Extremfällen, beispielsweise bei Personen, die über keine Erfahrung verfügen und auf ein bestimmtes regelmässiges Minimal Einkommen angewiesen sind, die Binsenwahrheit, dass der bei der geplanten Investition allenfalls in Aussicht stehende höhere Ertrag einer Investition nur mit einem *höheren Risiko* erkauf werden kann; damit verbunden das im all-

80

Die im Entwurf noch enthaltene Vorschrift, der Effektenhändler habe diese Pflichten in seinen Allgemeinen Geschäftsbedingungen näher auszuführen, ist entfallen. Entfallen ist insbesondere auch... die Genehmigungspflicht für die AGB.

gemeinen höhere Risiko von Aktien gegenüber festverzinslichen Anlagen und die potentielle Gefährlichkeit von Derivaten.

- (ii) Das *emittentenspezifische Risiko* gewisser Anlagekategorien («junk bonds»).
- (iii) Die Risiken, die sich aus Anlagen in *Fremdwährungen* ergeben können.
- (iv) *Abwicklungs- und Transferrisiken*.

Für die Bestimmung des konkreten *Ausmasses* und der *Form* der Information wird wohl bis zu ersten Gerichtsentscheiden einiges an Unsicherheit bestehen bleiben, wobei die oben erwähnten Richtlinien der Bankiervereinigung allenfalls einen Massstab für das im Verkehr Übliche setzen können. Offen bleibt im Moment folgendes:

- (i) Fraglich ist, in welcher *Form* die Informationspflicht wahrzunehmen ist, d.h. ob beispielsweise Hinweise in (allenfalls zu unterzeichnenden) Formularen genügen, die Allgemeinen Geschäftsbedingungen beigefügt werden und erfahrungsgemäss speziell vom nichterfahrenen Kunden nicht gelesen werden; oder ob bei jeder für den Kunden neuen Geschäftsart eine sozusagen individuell zugeschnittene Abmahnung vorzunehmen ist.

Momentan wird man als Kunde eines amerikanischen oder britischen Brokers mit formularmässigen Warnungen derart überschwermt, dass m.E. höchst unsicher ist, ob ein Kunde ein wirklich für ihn ungeeignetes und gefährliches Geschäft erkennen kann.

- (ii) Unklar ist sodann, inwieweit der Effektenhändler für die Erfüllung seiner Informationspflicht die Lebensumstände des Kunden zu erfragen hat, um dessen Informationsbedürfnis abzuklären.

Art. 11 (1), viertes Lemma ISD verlangt etwa, dass Wertpapierfirmen von ihren Kunden Angaben über die finanzielle Lage, ihre Erfahrungen mit Wertpapiergeschäften und ihre mit den gewünschten Dienstleistungen verfolgten Ziele verlangen.

M.E. muss folgendes gelten: eine klar gestaltete formularmässige Warnung muss aufsichtrechtlich im Grundsatz genügen, der Effektenhändler darf ferner davon ausgehen, dass sein Kunde *M* ... nalkenntnisse hat. Zu-

sätzliche Pflichten können sich allenfalls aus dem Vertrag zwischen dem Kunden und dem Effektenhändler ergeben: keine zusätzliche Aufklärung schuldet etwa der «Discountbroker», der gar keine Beratungsdienstleistung anbietet, dafür aber auch geringere Courtagen verlangt; anders kann die Rechtslage sein, wenn die Courtage auch ein Entgelt für Beratung beinhaltet: dann gehen die Pflichten des Effektenhändlers wesentlich weiter.

Aufsichtsrechtlich sollte m.E. von den Effektenhändlern verlangt werden, dass sie klar zu erkennen geben, ob sich ihre Leistungen mit oder ohne Beratung verstehen, was heute insbesondere im Retailgeschäft nicht gemacht wird. Nur dann weiss der Kunde, dass er auf eine für ihn ungeeignete Effekte hingewiesen wird.

b. Die Sorgfaltpflicht

Den Effektenhändler trifft sodann eine Sorgfaltpflicht, die folgende Aspekte hat:

- (i) Der Effektenhändler muss sich um sogenannte *Best execution* bemühen; er muss mit anderen Worten seine Geschäfte für den Kunden zu den vorteilhaftesten Konditionen abwickeln, wozu natürlich primär einmal der *Preis* gehört, daneben aber auch die *Wahl der Gegenpartei*, bei der sicherzustellen ist, dass diese das Geschäft auch erfüllen kann.⁸¹ Ist der Effektenhändler Mitglied einer Börse, die ihm eine Börsenpflicht auferlegt, kann er in eine Konfliktsituation kommen, da ausserhalb der Börse vielleicht ein besserer Kurs erzielbar ist. M.E. genügt hier der Broker seiner Sorgfaltpflicht, wenn er seinen Kunden darauf hinweist, dass er einer solchen Börsenpflicht unterliegt.

- (ii) Ob der Effektenhändler aufgrund seiner Sorgfaltpflicht auch darauf bedacht sein muss, seinem Kunden nur «*geeignete*» *Investitionen* anzubieten, entscheidet sich m.E. aus aufsichtsrechtlicher Sicht folgendermassen: Geht die Initiative zu einem Geschäft von einem Kunden aus, unterliegt der Effektenhändler nur der Informationspflicht gemäss lit. a vorstehend. Bietet dagegen der Effektenhändler von sich aus unaufgefordert Investitionen an – speziell mittels sogenannten «cold-calling» – hat er die Pflicht, die Umstände des Investors zu erfragen, damit er sich ein Bild über die Geeignetheit der Investition machen kann. Diese Pflicht be-

steht nach Art. 11 Abs. 2 BEHG nicht, wenn es sich beim Kunden um eine geschäftserfahrenere Partei handelt.

Zusätzliche Pflichten können sich aus Vertragsrecht ergeben, vgl. die obigen Ausführungen zur Informationspflicht und die Ausführungen bei Fn. 32 oben.

(iii) Der Effektenhändler muss schliesslich sicherstellen, dass der Kunde das Geschäft *nachvollziehen* kann, was einerseits bedeutet, dass der Kunde eine aussagekräftige Abrechnung über die getätigten Geschäfte erhält und andererseits der Kunde auch – auf Anfrage – überprüfen können muss, ob der Effektenhändler beispielsweise bei Selbsttritt wirklich einen marktkonformen Kurs verrechnet hat.⁸²

Das Börsengesetz enthält keine Vorschrift, die eine sofortige Information des Kunden verlangen würde, wie das im ZHWPfG in § 14 Abs. 1 gemacht wird.⁸³

(iv) Zu den Pflichten dürfte auch gehören, dass der Effektenhändler zwischen Kundenvermögen und eigenen Aktiven *klar unterscheidet*, insbesondere eine Vermischung dieser beiden Sphären vermeidet⁸⁴ und – damit zusammenhängend – Geschäfte sofort alloziert.

c. Die Treupflicht

Der Effektenhändler kann zahlreichen Interessenkonflikten ausgesetzt sein, die sich dann noch vermehren, wenn er gleichzeitig Bank-, insbesondere Kreditgeschäften nachgeht.⁸⁵ Das Gesetz verlangt hier, dass allfällige Interessenkonflikte den Kunden nicht benachteiligen. Konkret heisst das:

82 Vgl. hierzu WÄTTER (Fn. 15), 183 ff.

83 Vgl. Kommentar zum E-BEHV-EBK N 8, der es den Börsen überlässt, eine entsprechende Pflicht zu statuieren.

84 Vgl. hierzu auch Art. 10 (1), zweites und drittes Lemma. Vgl. auch die Art. 16 und 37b BankG, die mit der Revision des SchKG in das Bankrecht aufgenommen werden sollen.

85 Vgl. allgemein zu den Interessenkonflikten und zu den aller... zu errichtenden Chinese Walls ROLF WÄTTER, *Chinese Walls bei Universalbanken*, StZ...91, 109 ff.

(i) Nach Möglichkeit Vermeidung von Interessenkonflikten, am ehesten mittels sogenannter «Chinese Walls»,⁸⁶ weiter wohl durch Regelung von persönlichen Transaktionen von Angestellten.

Verboten sind unter diesem Gesichtspunkt insbesondere *Front Running*, *Scalping* oder ein *Churning* von Kundenkonten.⁸⁷

(ii) Soweit Interessenkonflikte nicht vermeidbar sind, ist wenigstens sicherzustellen, dass diese Konflikte die Kunden nicht benachteiligen, oder der Kunde über das Vorliegen von solchen Konflikten in Kenntnis gesetzt wird.

M.E. sollte der Effektenhändler es auch vermeiden, dass die Interessen der Kunden untereinander kollodieren. In diesem Sinne ist eine *Gleichbehandlung* von gleichgelagerten Kunden zu fordern;⁸⁸ auch hierfür sind interne Massnahmen zu ergreifen, die beispielsweise sicherstellen, dass Transaktionen nach Zeitpriorität verarbeitet werden.

d. Rechtsfolgen von Pflichtverletzungen

Verletzungen der Informations-, Sorgfalts- und Treupflicht haben neben den aufsichtsrechtlichen auch zivilrechtliche Konsequenzen, indem Verletzungen des Brokers automatisch auch Vertragsverletzungen sein werden, ausser die fraglichen Pflichten seien rechtsgütig ausgeschlossen worden, wobei dabei die Grenzen von Art. 100 Abs. 2 und 101 Abs. 3 OR zu beachten sind.

Dies folgt m.E. daraus, dass die aufsichtsrechtlichen Pflichten Minimalpflichten sind; aus Vertragsrecht werden sich oft weitergehende Pflichten ergeben.

Es ist dabei anzunehmen, dass sich die Aufsichtsbehörde auf den Standpunkt stellen wird, dass ein genereller Ausschluss aller Pflichten dem Kunden gegenüber (auch wenn er sich im Rahmen des OR bewegt) nicht mit der Gewähr einwandfreier Geschäftsführung vereinbar ist.

86 Vgl. WÄTTER (Fn. 85) passim; vgl. ferner Art. 10 Abs. 3 E-BEHG, der eine «Funktionsstrennung» verlangt; diese soll im Rahmen des Erlasses der E-BEHV auch in der BankV verlangt werden.

87 Vgl. zu den Ausdrücken ROLF WÄTTER, *Kursmanipulationen am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Sitzungsaktiven*, SZW 1990, 200.

88 Vgl. WÄTTER (Fn. 85), 112.

e. Vergleich zum EU-Recht

Die ISD verlangt in den Art. 10 und 11, dass die Mitgliedstaaten *Aufsichtsregeln*⁸⁹ erlassen über:

- (i) die ordnungsgemässe Verwaltung, Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen;
- (ii) die Regelung persönlicher Transaktionen der Angestellten;
- (iii) den Schutz der dem Kunden gehörenden Wertpapiere, kein Verwenden der ihm gehörenden Wertpapiere für eigene Rechnung des Brokers ohne Zustimmung des Kunden;
- (iv) den Schutz auch der Gelder der Kunden;
- (v) die Aufzeichnungspflicht;
- (vi) den Aufbau und die Organisation, die Interessenkonflikte verhindert.

Daneben werden zusätzlich *Wohlerhaltensregeln* verlangt,⁹⁰ die insbesondere folgende zusätzlichen Gebiete abzudecken haben und deren Einhaltung durch den Staat überwacht wird, in dem die Tätigkeit stattfindet – während die Aufsichtsregeln vom Herkunftsstaat angewandt werden; diese Regeln sind nach dem Grad der Professionalität des Anlegers abzustufen.⁹¹

- (i) Tätigkeit im bestmöglichen Interesse des Kunden;
- (ii) Anwendung gebotener Sorgfalt, Garantie der Sachkenntnis, Einsatz adäquater Mittel;

89 Art. 10 ISD.

90 Art. 11 ISD. Vgl. zu den Überwachungsrechten des Aufnahmestaates Erwägungen ISD, Abs. 40.

91 Vgl. Art. 11(1) ISD; massgeblich ist der wirtschaftliche, nicht die formale Auftraggeber, falls ersterer einen Auftrag über eine Wertpapierfirma gibt, vgl. Art. 11(3) ISD.

- (iii) Pflicht, die finanzielle Lage und Ziele des Kunden zu erfassen; generelle Informationspflicht, einschliesslich des Vorhandenseins von Entschädigungssystemen.⁹²

5. Überwachung, Entzug der Zulassung und andere Sanktionen

Ähnlich wie eine Schweizer Bank (und wie der EU-Wertpapierhändler) hat der Effektenhändler die *Zulassungsbedingungen* nicht nur bei Bewilligungserteilung, sondern *stets zu garantieren* und sich darüber hinaus an sämtliche relevanten Vorschriften zu halten (Art. 35 BEHG).

Für die Aufsicht wird in der Schweiz primär – wiederum analog zum Bankrecht – die Revisionsstelle eingesetzt, die bei Verstössen gegen das Gesetz oder dem Vorliegen sonstiger Missstände vom Effektenhändler Wiederherstellung des gesetzmässigen Zustandes verlangen muss und darüber im Revisionsbericht, welcher auch der Aufsichtsbehörde zukommt, einen Vermerk zu machen hat. Bei schwereren Missständen ist die Aufsichtsbehörde sofort zu orientieren (Art. 19 Abs. 4 und 5 BEHG). Die Aufsichtsbehörde ihrerseits kann alle zur Einhaltung des gesetzmässigen Zustandes nötigen Anordnungen erlassen und diese – falls sie innerer Frist nicht befolgt werden – auch selber vornehmen (Art. 35 Abs. 4 BEHG).

Als härteste Sanktion kennt das Gesetz den Bewilligungsentzug (Art. 36 BEHG).⁹³

Nicht möglich sind – im Gegensatz zur EU – Massnahmen gegen Grossaktionäre.⁹⁴ Immerhin kann die Aufsichtsbehörde feststellen, dass ein Broker selber die Gewähr für die einwandfreie Geschäftsführung nicht mehr bietet, wenn er über ungeeignete Grossaktionäre verfügt – auf diesem indirekten Weg kann ein Grossaktionär zum Verkauf seiner Beteiligung gezwungen werden.

92 Vgl. dazu Art. 12 ISD.

93 Vgl. für das Bankrecht Art. 23ter ff. BankG für die EU Art. 3(7) und 8(1) ISD. Nichtverwendung der Zulassung ist in der EU ein Entzugsgrund, was in der Schweiz nicht der Fall ist. Vgl. ferner Art. 27 ISD für die weniger weitgehenden Sanktionen, die Mitgliedstaaten zu erlassen gezwungen sind.

94 Art. 9(5), ferner 27 ISD.

Bei international tätigen Effektenhändlern sind im Zusammenhang mit der konsolidierten Aufsicht (vgl. Art. 10 Abs. 5 BEHG) – die die EBK im Bankenbereich heute schon verlangt⁹⁵ – zwischenstaatliche Informationsrechte im Rahmen der Amtshilfe vorgesehen (Art. 38 BEHG).⁹⁶

6. Beziehung zu Drittländern

Das BEHG sieht im Rahmen einer «Kann-Vorschrift» vor, dass ausländisch beherrschten Effektenhändlern die Bewilligung verweigert werden kann, wenn Schweizer Effektenhändler im Ausland nicht einen gleichwertigen Marktzugang haben; anders gesagt gilt – wie im alten Bankenrecht – ein Reziprozitätsvorbehalt, wobei die Behörden aber Flexibilität haben.⁹⁷

Das EU-Recht kennt keinen *Reziprozitätsvorbehalt*, hingegen ist vorgesehen, dass die Kommission Verhandlungen mit Drittstaaten aufnimmt, die EU-Firmen keinen vollen Marktzutritt gewähren. Extrem-sanktion ist eine – in der zeitlichen Wirkung limitierte – Beschränkung neuer Zulassungen aus jenem Land oder Beschränkungen im Beteiligungserwerb.⁹⁸ Betreffend der Tätigkeit einer Niederlassung einer Schweizer Bank oder eines Brokers in der EU gilt, dass die Mitgliedstaaten dafür zu sorgen haben, dass diese Filiale nicht günstiger behandelt wird, als Zweigiederlassungen eines Mitgliedsstaates.⁹⁹

Erinnert sei ferner noch einmal an die Vorschrift von Art. 10 Abs. 4 BEHG, 100 der die Frage berührt, inwieweit ein *ausländischer Effektenhändler* in der Schweiz tätig sein kann, ferner an Art. 10 Abs. 5 BEHG betreffend konsolidierter Aufsicht.

⁹⁵ Zur heutigen Situation im Bankenbereich beispielsweise EBK Bulletin 21 (1991), 34 ff.

⁹⁶ Vgl. Art. 4quinquies und 23sexies BankG.

⁹⁷ Vgl. zum neuen Rechtszustand im Bankenbereich, wo eine Befugnis des Bundesrates statuiert wird, Staatsverträge abzuschliessen, die allenfalls auch vom Reziprozitätsgedanken abweichen, Art. 3quater BankG.

⁹⁸ Vgl. Art. 7 ISD.

⁹⁹ Art. 5 ISD.

100 Vgl. Ziff. 2 oben (am Ende).

7. Berufsgeheimnis

Art. 43 BEHG statuiert eine Art. 47 BankG nachempfundene Strafnorm, die insbesondere die Offenbarung eines Geheimnisses durch einen Angestellten oder Beauftragten eines Effektenhändlers sanktioniert. Die Ausdehnung des Bankgeheimnisses auf Effektenhändler war im Entwurf noch nicht vorgesehen und sie erscheint insofern nicht ganz unproblematisch, als der Bankgeheimnisschutz nun auch auf blosser Effektenhändler ausgedehnt wird, obwohl deren Kunden auf einen solchen Schutz möglicherweise nicht angewiesen sind. Im Gegensatz zum Bankenrecht ist aber die fahrlässige Geheimnisverletzung nicht strafbar.

Art. 25 ISD verlangt von den Mitgliedsstaaten, dass alle Personen, die in der Überwachung tätig sind, einem Berufsgeheimnis unterliegen.

C. Die Regelung der börslichen Effektenhändler

Für börsliche Effektenhändler gilt im Grundsatz dasselbe, wie für ausserbörsliche Effektenhändler. Sie haben aber zusätzlich allfällige Zulassungsvoraussetzungen der Börse zu erfüllen (vgl. beispielsweise das Mitgliederreglement der Schweizer Börse) und sie unterliegen zusätzlich den Regeln der Börse, an der sie zugelassen sind, beispielsweise der Börsenpflicht.

Ein Zulassungsanspruch für Effektenhändler besteht an sich nicht, hingegen statuiert Art. 7 BEHG, dass die Börse ein Reglement über die Zulassung zu erstellen habe, das den Grundsatz der Gleichbehandlung berücksichtigt. Ein abweisender Zulassungsentscheid kann einer unabhängigen Beschwerdeinstanz vorgelegt werden (Art. 9 BEHG).

Auch in der EU ist anerkannt, dass die Möglichkeit von Effektenhändlern, in einem anderen Mitgliedsstaat Wertpapierdienstleistungen zu erbringen, praktisch wenig wert ist, wenn dem Broker nicht auch der Zugang zu den Börsen¹⁰¹ des Aufnahmestaates erleichtert würde, dies namentlich (aber nicht nur) dort, wo ein Börsenzwang besteht, was nach der ISD unter bestimmten

¹⁰¹ Vgl. die Definition des «getregelten Marktes» in Art. 1(13) ISD.

Bedingungen und für gewisse Produkte möglich ist.¹⁰² Deshalb verlangt die ISD von den Mitgliedstaaten, dass sie Wertpapierfirmen (und Banken¹⁰³) aus anderen Ländern direkten oder indirekten Zugang zu den Börsen (sog. geregelten Märkten) gestatten, inklusive Zugang zu Clearing- und Abwicklungsorganisationen;¹⁰⁴ dies führt im Extremfall dazu, dass auch die technischen Zugangsschranken beseitigt werden müssen.¹⁰⁵

102 Vgl. Art. 14(3) und (4) ISD und RUFFNER/STOPP (Fn.), 427 ff. Im übrigen ist es nicht Ziel der ISD, die Börsen zu reglementieren, vgl. Erläuterungen ISD, Abs. 38.

103 Diese Zulassung von Banken führt zu einer Änderung der Rechtslage in denjenigen Mitgliedstaaten, die Kreditinstituten bisher den Zugang zu Börsen nur über als Broker registrierte Tochtergesellschaften gestattet, vgl. Erwägungen ISD, Abs. 36.

104 Art. 15 ISD. Vgl. auch für die Definition des geregelten Marktes Art. 1(13) ISD. Für diejenigen Märkte, an denen keine physische Präsenz nötig ist, ist der Zugang vom Auslande her zu gestatten, vgl. Art. 15(4) ISD.

105 Vgl. Erwägungen ISD, Abs. 35.