

Investorenschutz im Kapitalmarktrecht



Rolf Watter, Rechtsanwalt,
PD Dr. iur., LL.M., Zürich

Inhaltsübersicht:

- A. Ziele und Stossrichtung dieses Artikels
- B. Die Begriffe "Kapitalmarkt" und "Kapitalmarktrecht"
 - I. Allgemeines
 - II. Versuch einer eigenen Definition
 - III. Gesamtwirtschaftliches Interesse an einem funktionierenden Kapitalmarkt
 - IV. Das Kapitalmarktrecht
 - 1. Definition
 - 2. Die Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts
 - 3. Die Bedeutung anderer Rechtsordnungen und des internationalen Rechts
- C. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts
 - I. Im allgemeinen
 - II. Rechtfertigung der Regulierung des Kapitalmarktes
- D. Der Investorenschutz im gegenwärtigen Kapitalmarktrecht
 - I. Investorenschutz im allgemeinen
 - II. Risiken für den Investor
 - III. Ziel des Investorenschutzes
 - IV. Regulierung auf Stufe der Investoren und der Produkte
 - 1. Allgemeines
 - 2. Beschränkung gewisser Anlagemöglichkeiten
 - 3. Diversifizierungsvorschriften
 - 4. Qualitätssicherung von Produkten
 - 5. Verbot gewisser Produkte
 - 6. Möglichkeiten des Konsumentenschutzes
 - 7. Zivilrechtliche Klagemöglichkeiten gegen Emittenten und Intermediäre
 - 8. Fazit
 - V. Regelung auf Stufe der Intermediäre
 - 1. Zivilrechtliche Regel
 - 2. Vorschriften betreffend Kapital und Schutz im Konkursfall
 - 3. Verhaltensregeln und Qualitätsstandards
 - 4. Regulatorische Vorschriften, die das Verhältnis zu Kunden mitbestimmen
 - 5. Strafrecht
 - 6. Fazit
 - VI. Regulierung der Emittenten
 - 1. Keine behördliche Qualitätskontrolle für Emittenten
 - 2. Investorenschutz im Gesellschaftsrecht
 - 3. Prospektpflicht zur Verbesserung von Transparenz
 - 4. Strafrecht
 - 5. Fazit
- E. Ergebnis
 - I. Mangelndes Konzept und denkbare Remedur
 - II. Differenzierung nach Art der Investoren?

A. Ziele und Stossrichtung dieses Artikels

Dieser Artikel hat zwei Stossrichtungen:

a. Zunächst will er im Sinne einer *Bestandesaufnahme* darlegen, in welchen Bereichen des (in einem weiten Sinn verstandenen) Kapitalmarktes Investoren wie (rechtlich) geschützt werden. Die Darstellung ist so gegliedert, dass die möglichen Ansatzpunkte eines Schutzes, nämlich die Stufen des Investors, der Produkte, der Intermediäre und der Emittenten separat untersucht werden.

b. Sodann wird dargelegt, dass Schutzmechanismen auf der Stufe der Investoren und der Produkte wenig sinnvoll sind und ein wettbewerbsneutraler und kostengünstiger Investorenschutz am besten durch Vorschriften erreicht werden kann, die den *Emittenten generelle* und den *Intermediären individuelle* (und vertraglich beschränkbare) *Informationspflichten* auferlegen, überlagert von Normen, welche die *finanzielle Sicherheit* von *Intermediären* garantieren und Anforderungen an deren Geschäftsbereichen stellen.

B. Die Begriffe "Kapitalmarkt" und "Kapitalmarktrecht"

I. Allgemeines

Eine akzeptierte Definition des (wirtschaftswissenschaftlichen) Begriffes "Kapitalmarkt" existiert nicht.¹ Die Wirtschaftspraxis umschreibt den Begriff teilweise als Markt, auf dem mittel- und langfristige Geldaufnahmen und -anlagen getätigt werden und grenzt ihn vom Geldmarkt ab, auf dem es um kurzfristige Anlagen und Mittelaufnahme geht.² Ohne Begründung geben juristische Autoren oft

- 1 Vgl. THOMAS WERLEN, *Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts*, Diss. Zürich 1994, 9 f.; DIETER ASSMANN / ROLF SCHÜTZE, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München 1990, 3, nach denen dieser Begriff zu den "unpräzisesten und erklärungsbedürftigsten Wörtern" der Wirtschaftswissenschaft gehört.
- 2 WERLEN (FN 1), 10; RENÉ STRAZZER, *Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz*, Diss. Zürich 1993, 27; DANIEL DAENIKER, *Anlegerschutz bei Obligationenanleihen*, Diss. Zürich 1992, 6; ANDREAS ROHR, *Grundzüge des Emissionsrechts*, Zürich 1990, 2; KLAUS J. HOPT, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht – Begriff, Aufgaben und aktuelle Probleme*, WuR 1986, 101 ff., 102.

diese Definition wieder, befassen sich dann aber schwergewichtig oder ausschliesslich mit den Wertpapiermärkten.³

II. Versuch einer eigenen Definition

Nach der hier vertretenen Auffassung ist diese Definition des Kapitalmarktes aus juristischer Sicht insoweit zu *korrigieren*, als auch kurzfristige Anlagen erfasst werden müssen, da die Fristigkeit einer Anlage insbesondere aus der Sicht des Investors kein taugliches Abgrenzungskriterium ist. Aus seiner Sicht kann auch die Art der Anlage – also etwa die Frage, ob es sich um ein Wertpapier (bzw. eine Effekte⁴) handelt – nicht entscheidend sein, denn es ist nicht einzusehen, weshalb eine Anlage in einem Anlagefonds, einer Lebensversicherung, auf einem Sparheft oder in Gold grundsätzlich anders zu behandeln wäre als ein Kauf einer Obligation, oder weshalb ein Terminkauf von Devisen zu Anlagezwecken andere Probleme stellen sollte als ein solcher von Aktien.

Definiert wird der Kapitalmarkt in der Folge deshalb (a) als der *Markt, auf dem Anleger* (seien dies nun Private, institutionelle Anleger wie Lebensversicherer oder Unternehmen, die liquide Mittel plazieren wollen⁵) *zwecks Erzielung eines Ertrages Gelder* ("Kapital") *direkt oder indirekt* (d.h. unter Einschaltung von Banken oder Brokern) *anbieten und Kapitalnehmer* (Private, Unternehmen, aber auch Institutionen, die die Gelder an andere Kapitalnehmer weiterleiten⁶) *gegen Renditeversprechen* (Zins, Dividende, Kapitalgewinn) *diese Gelder in der Form verschiedener Anlagen entgegennehmen*⁷ (Primärmarkt) und (b) als *Markt, auf dem Anlagen von einem Anleger auf den anderen übertragen werden* (Sekundärmarkt).

Der Kapitalmarkt besteht aus verschiedenen *Teilmärkten* – etwa dem Bank- (inkl. Kredit- und Devisen-⁸), dem Anlagefonds-, dem Wertpapierhandelsmarkt und dem Lebensversicherungsgeschäft –, die untereinander eine große *Interdependenz* aufweisen: So verbinden sich beispielsweise im Bereich des sogenannten *Allfinanzgeschäftes* das Lebensversicherungs- und das Bankspargeschäft; der Kreditmarkt und das Wertpapierhandelsgeschäft stehen insoweit in Bezug aufeinander, als Kredite mehr und mehr "verbrieft" werden, bzw. sich das Kreditgeschäft auf das Emissionsgeschäft verlagert; schliesslich löst das Investieren in Anlagefonds mehr und mehr das Banksparen ab.

Auch *Waren* können auf dem Kapitalmarkt angeboten werden; im Unterschied zum Warenmarkt geht es aber auf dem Kapitalmarkt um Geldanlage und nicht um die Verwendung der Ware: Der Juwelier, der Gold zwecks Verarbeitung kauft, ist in diesem Sinne von demjenigen zu unterscheiden, der Goldbarren zu Investitionszwecken erwirbt.

III. Gesamtwirtschaftliches Interesse an einem funktionierenden Kapitalmarkt

Die *Funktion* des Kapitalmarktes liegt darin, die anlage-suchenden Gelder *möglichst effizient* dorthin zu leiten, wo sie am dringendsten benötigt werden. Dabei darf in einer

gesamtwirtschaftlichen Sicht angenommen werden, dass derjenige, der die erhaltenen Gelder wirtschaftlich sinnvoller einsetzen kann, dem Investor eine attraktivere Rendite⁹ versprechen kann, als ein anderer, weniger effizienter Nutzer von Kapital. Da die Rendite umso höher sein muss, je höher das Risiko der Anlage ist,¹⁰ wird das Kapital zu dem Kapitalnehmer fließen, der bei *gleichem Risiko die höhere Rendite* versprechen kann. Die risikogewichtete Rendite ist also ein Preissignal, das die Kapitalressourcen (genauso wie die Ressourcen Rohstoffe und Arbeit) dorthin leitet, wo sie am effizientesten eingesetzt werden.

Dass an einem solchen *allokativ effizienten Kapitalmarkt* ein gesamtwirtschaftliches Interesse¹¹ besteht, versteht sich von selbst. Darüber hinaus besteht auch ein Interesse daran, den anlage-suchenden Geldern die bestmögliche Rendite zu erlauben, damit beispielsweise Pensionskassen oder Private aus dem Ertrag Altersrenten finanzieren und sicherstellen können.

Voraussetzungen eines solchen effizienten Marktes sind (a) das Vorhandensein von Informationen, die es dem Anleger erlauben, das Risiko (und manchmal die Rendite¹²) einer Anlage abzuschätzen, (b) ein liquider Markt, auf dem ein Investor eine Anlage auch vor deren Verfall veräussern

3 Als Beispiel diene SIEGFRIED KÜMPEL, Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 1995, 1135 ff., der in seinem Werk trotz Verwendung der vorgenannten Definition den Kapitalmarkt (und das Kapitalmarktrecht) dem Commercial und Investment Banking gegenüberstellt.

4 Der Effektenbegriff umfasst nach Art. 2 lit. a BEHG und Art. 1 E-BEHV vereinheitlichte, zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere und Wertrechte und Derivate.

5 Vgl. zum Begriff des Investors JEAN BAPTISTE ZUFFEREY, La réglementation des systèmes sur les marchés financiers secondaires, Habil. Fribourg 1994 (AISUF Bd. 130), N 600 ff.

6 Allerdings ist fraglich, ob derjenige, der lediglich einer Bank Gelder zur Verfügung stellt (etwa in der Form eines Sparbuches) bereits kapitalmarktmässig auftritt, vgl. hierzu auch ZUFFEREY (FN 5), N 605.

7 Am "Schluss" der Kette steht in aller Regel ein Unternehmen, dass die erhaltenen Gelder zu Investitionszwecken nutzt. Insofern kann man sagen, der Kapitalmarkt sei eine Folge der Trennung von "ownership" und "control", vgl. statt vieler THOMAS WERLEN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutzrecht, SZW 1995, 272.

8 Ähnlich wie Waren können Devisen sozusagen für ihren eigentlichen Zweck, die Begleichung einer Schuld in fremder Währung, gekauft werden, andererseits können auf dem Devisenmarkt (insbesondere dem Devisenterminmarkt) Anlagen getätigt werden.

9 Vgl. zum weiten Begriff der Rendite Ziff. A.II. im Text nach FN 6. Zentral ist die Rendite nach Steuern: Für Privatpersonen etwa ist ein Kapitalgewinn interessanter als ein gleich hoher Zinsertrag.

10 Vgl. zum Zusammenhang von Risiko und Ertrag statt vieler RICHARD A. POSNER, Economic Analysis of Law, Boston/Toronto/London 1992, 429 ff.

11 Vgl. statt vieler WERLEN (FN 1), 15 ff.

12 Insbesondere, wo die Rendite in der Aussicht auf künftige Kapitalgewinne besteht.

kann, (c) niedrige Transaktionskosten¹³ und (d) ein von preisverzerrenden Machenschaften freier, bzw. integrierter Markt.

IV. Das Kapitalmarktrecht

1. Definition

Über die Definition des Begriffes "Kapitalmarktrecht" wird viel Tinte verschrieben, ohne dass Rechtsetzungskompetenzen oder Gerichts- oder Behördenzuständigkeiten an ihn anknüpfen würden, womit seine praktische Bedeutung begrenzt ist.¹⁴ Nach der hier vertretenen Ansicht besteht das Kapitalmarktrecht aus der Summe der Rechtsnormen, die den *Kapitalmarkt strukturieren* und *beeinflussen*.

Dazu gehören zunächst einmal die *zivilrechtlichen Normen*, die die Rechtszuständigkeit (das Eigentum) an den verschiedenen Anlagen definieren und die Beziehungen zwischen Anleger, allfälligen Intermediären und Kapitalnehmer strukturieren. Die entsprechenden Normen finden sich im Sachen-, Obligationen- und im Gesellschaftsrecht. Sodann zählen dazu *Vorschriften öffentlich-rechtlicher Natur* bzw. "regulatorische" Normen, die gewisse Institutionen des Kapitalmarktes, etwa die Börsen, Anlagefonds oder die Intermediäre, regulieren. Nebst Normen mit eher verwaltungsrechtlichem Charakter, wie sie sich im Banken- und Börsenrecht finden, gehören auch *strafrechtliche Bestimmungen* hierher. Schliesslich wird der Kapitalmarkt auch durch Normen beeinflusst, die die Anlagemöglichkeiten von gewissen Gruppen von Anlegern begrenzen, wie etwa Anlagevorschriften für Pensionskassen, Devisenvorschriften oder die Beschränkung des Grundstückserwerbs durch Ausländer.

Eine Beeinflussung besteht ferner durch das Steuerrecht: Indem beispielsweise bei Privaten Kapitalgewinne nicht, Zins- und Dividenden erträge aber als Einkommen besteuert werden, schafft der Gesetzgeber einen Anreiz für die Investition in Edelmetalle, Aktien oder in niedrigverzinsliche Options- oder Wandelanleihen, wo das Options- oder Wandelrecht (das einen potentiellen Kapitalgewinn verkörpert) den Anleger für den niedrigen Ertrag entschädigt. Umgekehrt sprechen steuerliche Überlegungen¹⁵ eher für die Errichtung eines Anlagefonds statt der Gründung einer Beteiligungsgesellschaft im Sinne etwa der BK Vision.¹⁶

Das Kapitalmarktrecht knüpft in aller Regel nur an den *massenweisen, "öffentlichen" Vertrieb* eines bestimmten Produktes an bzw. erfasst nur denjenigen, der sich an eine grössere, in der Regel unbestimmte Anzahl von Investoren bzw. an den "Markt" richtet.

2. Die Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts

Die Rechtsordnung hat sich stets nur mit Teilbereichen des Kapitalmarktes auseinandergesetzt und nie (und nirgends) ein einheitliches Kapitalmarktrecht geschaffen. In der *jüngeren Geschichte* stehen am Anfang (nebst Höchstzinsregeln) die Regulierung von Banken und Börsen¹⁷ und die privatrechtlichen Regeln zum Primär- (Prospektregeln und

Prospekthaftung) und Sekundärmarkt (Kommission) für Wertpapiere und das Verbot gewisser Anlageformen (Verbot von Anlagen mit Spiel- und Wettcharakter).¹⁸ Erst später wurden Anlagefonds reguliert, neuerdings Effekthändler¹⁹ und in naher Zukunft vielleicht auch Vermögensverwalter und andere Erbringer von Finanzdienstleistungen.²⁰ Dazu kamen zeitlich jeweils beschränkt wirkende wirtschaftsverwaltungsrechtliche Regeln, die gewisse Kapitalanlagen beschränkten.²¹

Aus dem Vorgesagten folgt, dass sich Normen zum Kapitalmarktrecht sozusagen *verstreut* über die ganze Rechtsordnung finden.²² Die *tragenden Säulen* des Kapitalmarktrechts sind Teile des Aktienrechts,²³ das Recht der Kommission (Art. 425 ff. OR), das Banken-, Börsen- und das Anlagefondsgesetz.

13 Inkl. Suchkosten für die für den Anleger günstigste Anlage.

14 Vgl. als neueste Publikationen zu diesem Thema nebst WERLEN (FN 1) PETER BÖCKLI, Droit des marchés de capitaux – La vis se resserre, SZW 1995, 218 ff.; LUKAS MORSCHER, Die Regulierung der schweizerischen Finanzmärkte, Zürich (Basler Diss.) 1992; ALAIN HIRSCH, Un droit du marché financier suisse, FS Patry, Lausanne 1988, 85 ff.

15 Bei der Beteiligungsgesellschaft wird eine Emissionsabgabe von 2% erhoben, vgl. Art. 8 I StG, beim Anlagefonds entfällt diese Abgabe.

16 Dafür zeigt ein Vergleich zwischen den einschneidenden Regulierungen eines Anlagefonds und der fast totalen Freiheit, in der sich eine Beteiligungsgesellschaft organisieren kann, dass der Blick auf das Steuerrecht für die Promotoren nicht ausschlaggebend ist.

17 Vgl. für die Entwicklung im Börsenrecht HANS RUDOLF SCHMID/RICHARD T. MEIER, Die Geschichte der Zürcher Börse, Zürich 1977, passim, speziell 151 ff.; zum Bankenrecht HUGO BÄNZIGER, Vom Sparerschutz zum Gläubigerschutz – die Entstehung des Bankengesetzes im Jahre 1934, FS 50 Jahre eidgenössische Bankenaufsicht, Zürich 1985, 9 für Maximalzinsvorschriften, 10 ff. für die Regulierung von Banken. Vgl. schliesslich zum heutigen Rechtszustand Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen, Bern 1989, 84 ff.

18 Art. 513 II OR.

19 Im Kanton Zürich bestand schon seit 1663 eine Sensalenordnung betreffend des "Wechselhandels" und dann 1883 ein Gesetz betreffend die Gewerbe der Effektensensale und Börsenagenten, vgl. SCHMID/MEIER (FN 17), 30, 143 ff.

20 Vgl. LEO SCHÜRMAN, Wirtschaftsverwaltungsrecht, 1994, 414 ff.; zum neuesten Stand DANIEL ZUBERBÜHLER, Spannungsverhältnis zwischen Regulierung und Wettbewerbsfähigkeit, SZW 1996, 201 ff., 209 f.

21 Vgl. etwa SCHÜRMAN (FN 20), 457 ff. Hierher gehören eigentlich auch die Lex Friedrich oder die (nicht mehr in Kraft stehenden) Bundesbeschlüsse über eine Sperrfrist für die Veräusserung nichtlandwirtschaftlicher Grundstücke und die Veröffentlichung von Eigentumsübertragungen von Grundstücken (BBSG) vom 6. Oktober 1989 sowie über eine Pfandbelastungsgrenze für nichtlandwirtschaftliche Grundstücke (BBPG) vom 6. Oktober 1989.

22 Vgl. etwa die Sammlung "BF" von LUC THÉVENOZ/URS ZULAUF, Zürich 1995 und die Darstellung im Bericht (FN 17).

23 Vgl. unten, Teil D VI. 2.

Neben den staatlichen Regeln hatten im Bereich des Kapitalmarktes *Regulierungen der Marktteilnehmer* immer eine grosse Bedeutung.²⁴ So ist das Börsengeschäft weitgehend durch Regeln geprägt, die die Börsen selber (teilweise mit behördlicher Kontrolle²⁵) erlassen haben; zu nennen sind im weiteren etwa die Vorschriften, die sich die Banken im Rahmen der Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (VSB 92), der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge oder in der Konvention XIX über Notes ausländischer Schuldner gegeben haben.

3. Die Bedeutung anderer Rechtsordnungen und des internationalen Rechts

Kapitalmärkte sind heute *international*; anlagesuchendes Kapital sucht die besten Renditen vermehrt auch im Ausland – dies nicht zuletzt auch aus Gründen einer geographischen und währungsmässigen Diversifikation. Umgekehrt suchen Kapitalnehmer Anleger schon seit mehreren Jahrzehnten auch im Ausland. Diese Umstände führen dazu, dass im Bereich des Kapitalmarktrechts mehr als in anderen Rechtsgebieten auch auf *ausländische Rechtsordnungen* zu achten ist. Das zeigt sich beispielsweise in den stereotypen "U.S. selling restrictions", die bald auch in jedem schweizerischen Zeitungsinserat, das irgendetwas mit Wertpapieren zu tun hat, enthalten sind.²⁶

Wegen des Umstandes, dass Kapital heute einfach transferiert werden kann, muss das Kapitalmarktrecht in Rechnung stellen, dass Geschäfte bei einer zu hohen Regulierungsdichte *ins Ausland abwandern können*; andererseits muss das Kapitalmarktrecht eines Staates genau definieren, in welchen Fällen es angewendet werden will, wenn beispielsweise ein einheimischer Investor von einem ausländischen Kapitalnehmer oder Intermediär angegangen wird.

C. Regelungsziele des Kapitalmarktrechtes

I. Im allgemeinen

Das Kapitalmarktrecht will nach gängiger Umschreibung im allgemeinen zweierlei erreichen, nämlich einerseits sogenannten *Funktionsschutz* (der vorliegend nur am Rande behandelt wird),²⁷ andererseits *Investorenschutz*. Diese Zielsetzungen sind in den Gesetzen teilweise explizit enthalten, so in Art. 1 Satz 1 der BEHG Funktionsschutz – nachdem der E-BEHG auch noch den Investorenschutz genannt hatte²⁸ – und in Art. 1 AFG der Anlegerschutz²⁹ bzw. in Art. 1 II BankG der Einlegerschutz.

Zusätzlich will das Kapitalmarktrecht auch *Abläufe sicherstellen und erleichtern*; zu denken ist etwa an das Stipulieren klarer Regeln für den Kommissionsvertrag oder die Regelung der Gläubigerversammlungen bei Anleiheobligationen.

Festzustellen sind gerade in diesem Bereich auch Lücken, so etwa bei der im Kapitalmarkt üblichen *Festübernahme*

von Kapitalerhöhungen, die der Gesetzgeber nicht regeln wollte, womit er unnötigerweise Rechtsunsicherheit geschaffen hat, da namentlich unklar ist, ob eine bloss wirtschaftliche Gewährung eines Bezugsrechts (formell wird es entzogen, da ein Bankenkonsortium alle Aktien zeichnet) Grund genug ist, die Regeln über den Bezugsrechtsausschluss nicht anzuwenden.³⁰

II. Rechtfertigung der Regulierung des Kapitalmarktes

Soweit das Kapitalmarktrecht reguliert und nicht nur Abläufe erleichtert und einen "sauberen" Markt garantiert, geht es implizit davon aus, dass *ohne rechtliche Eingriffe der Markt nicht funktioniert*. Geht man von den Voraussetzungen für einen funktionierenden Markt aus (Teil B.III vorstehend), kann das Marktversagen entweder durch monopolähnliche Verhältnisse verursacht sein,³¹ oder es kann sein, dass der Markt die Information nicht selber in genügendem Ausmass generiert.

Im Bereich des Kapitalmarktes besteht tatsächlich in aller Regel ein Informationsungleichgewicht zwischen Emittenten und Investoren,³² ferner auch ein Ungleichgewicht zwischen Investor und Intermediär, womit eine Regulierung zumindest begründbar wird.

Konsequenterweise wird vorliegend denn auch gefordert, dass das Hauptaugenmerk einer Regulierung auf der kostengünstigen Verschaffung von Information liegen muss.

Wo wegen dieses (potentiellen) Marktversagens reguliert wird, darf – unabhängig davon, ob staatliche Instän-

24 Der Gefahr, dass Intermediäre durch Vereinbarungen den freien Markt unter sich ausschliessen, wird durch das neue Kartellgesetz wohl wirksam bekämpft; schon unter dem alten Kartellrecht wurden gewisse Bankkartelle aufgebrochen, vgl. VKK 1989 Heft 3. Vgl. auch allgemein ALBRECHT LANGHART, Rahmengesetz und Selbstregulierung, Diss. Zürich 1993, 248 ff.

25 Vgl. etwa §§ 10 – 12 ZHWPG; Art. 4 BEHG.

26 Vgl. Details bei ROLF WATTER/RALPH MALACRIDA, Das Börsengesetz im internationalen Kontext, in: CHRISTIAN MEIERSCHATZ (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern 1996, 137 ff., 140.

27 Vgl. statt vieler WERLEN (FN 1), 273; ZUFFEREY (FN 5), N 800 ff.; für das deutsche Recht KÜMPPEL (FN 3), 1140 ff.

28 Vgl. Art. I E-BEHG.

29 Art. 1, Satz 2 BEHG beschränkt sich demgegenüber auf zwei Aspekte des Anlegerschutzes, nämlich die Transparenz und die Gleichbehandlung.

30 Unklar ist auch, ob eine Prospektspflicht besteht, da die Aktien erst in einem zweiten Schritt dem Publikum angeboten werden. Die Praxis geht hier von einer Prospektspflicht aus, vgl. beispielsweise WATTER, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, AJP/PJA 1992, 51.

31 Die Bekämpfung solcher Verhältnisse obliegt dem Kartellrecht.

32 Vgl. etwa ZUFFEREY (FN 5), N 611; POSNER (FN 10), 444, ist allerdings der Ansicht, dass sich Informationen von selber einstellen würden.

zen aktiv werden oder im Rahmen der Selbstregulierung Regeln erlassen werden – der Wettbewerb zwischen den verschiedenen Emittenten und unter den verschiedenen Intermediären nicht beeinflusst oder gar verhindert werden, was insbesondere bedeutet, dass der Markt im Grundsatz für alle Teilnehmer offen bleiben muss.³³ Ebensowenig dürfen gewisse Anlageformen diskriminiert werden, da sonst die effiziente Allokation von Kapital behindert würde.

Beteiligungsgesellschaften in der Form etwa der BK Vision sind Vehikel, die einem Anlagefonds wirtschaftlich absolut entsprechen,³⁴ im Gegensatz zu einem Anlagefonds aber nur den Regeln unterstehen, die für alle Emittenten gelten. Die gegen diese Ungleichbehandlung vorgebrachte "Entschuldigung", wonach die aktionärsrechtlichen Kontrollrechte bei einer BK Vision ausreichen, sind nicht stichhaltig, haben die Aktionäre dort doch – wegen des Umstandes, dass die Promotoren der Visionen Stimmrechtsaktien halten – weniger Rechte als Inhaber von Fondsanteilen.³⁵

D. Der Investorenschutz im gegenwärtigen Kapitalmarktrecht

I. Investorenschutz im allgemeinen

Im Rahmen der oben entwickelten Umschreibung des Kapitalmarktes ist die Definition des Investors umfassend und ist nicht etwa auf Kleinanleger fixiert. Dennoch gilt es natürlich die Unterschiede zwischen professionellen Investoren und Kleinanlegern im Auge zu behalten:³⁶ Ersteren ist beispielsweise meist mit (preisgünstig erhältlicher) Information gedient, letzteren nützt dies wenig, da sie die Information aus Zeitgründen oder mangels Fachwissens nicht verarbeiten können.³⁷

II. Risiken für den Investor

Jeder Investor trägt auf dem Kapitalmarkt folgende Risiken:³⁸

- a. Das Risiko einer *schlechten Anlage*, etwa in ein Unternehmen, das kurz vor dem Konkurs steht oder dessen Geschäftsgang sich plötzlich verschlechtert.
- b. Das Risiko, eine *ungeeignete Anlage* zu erwerben. Dies trifft etwa für einen Rentner zu, der auf ein regelmässiges Einkommen aus Erträgen angewiesen ist, aber Aktien kauft, die keine Dividende abwerfen. Zu dieser Kategorie gehören auch Anlagen, die dem Grundsatz der Risikodiversifizierung widersprechen oder illiquide Anlagen für jemanden, der jederzeit über Geld muss verfügen können.
- c. *Gegenparteirisiken*, die im Extremfall bewirken können, dass die Anlage verloren geht, weil beispielsweise die aufbewahrende Bank konkurs geht (und die Anlage nicht ausgesondert wird) oder der Käufer einer Anlage zahlungsunfähig wird.

- d. Risiken der *Ungleichbehandlung*, indem beispielsweise der Emittent die Position des Anlegers in der Zukunft verschlechtert, indem er künftige Anleihen besser besichert als diejenige, die der Anleger erworben hat.

III. Ziel des Investorenschutzes

Will man Anleger überhaupt schützen (und sich nicht beispielsweise mit Funktionsschutz begnügen³⁹), muss Ziel des Investorenschutzes die Reduktion oder Begrenzung der vorgenannten Risiken sein, was theoretisch auf vier Stufen erreicht werden kann:

- a. Erstens könnte man versuchen, zu verhindern, dass *Anleger ihr Kapital in einer für sie ungünstigen Weise investieren*, etwa indem man ihnen den Erwerb gewisser Produkte verbietet oder vorschreibt, dass sie diversifizieren müssen. Mit diesem Ansatz verwandt ist die *Regulierung von Produkten* selber, die sicherstellen soll, dass Anleger nur Investitionen mit einer garantierten Qualität tätigen (dazu Teil D.IV nachfolgend).
- b. Daneben kann versucht werden, die *Anbieter* von Produkten zu regulieren und sicherzustellen, dass diese gewisse Minimalerfordernisse erfüllen oder wenigstens fair auf Probleme aufmerksam machen (dazu Teil D.VI nachfolgend).
- b. Der Schutz kann sodann darin bestehen, dass die *Intermediäre*, die auf dem Kapitalmarkt eine Scharnierfunktion haben, reguliert werden, weil Intermediäre den Anleger beraten,⁴⁰ seine Interessen etwa bei Anleiheobligationen vertreten, Investitionen verwahren, Dividenden einkassieren etc. (dazu Teil D.VII nachfolgend).

Die möglichen *Ansatzpunkte* für den Investorenschutz lassen sich damit anhand folgender Graphik darstellen:⁴¹

33 Vgl. beispielsweise ZUFFEREY (FN 5), N 749 ff.; neuestens auch ZUBERBÜHLER (FN 20) passim.

34 Durch den Börsenhandel werden die Aktien der "Visionen" für den Anleger faktisch ebenfalls rückzahlbar.

35 Denkbar wäre es allenfalls zu argumentieren, dass die Anlagefonds durch die behördliche Aufsicht von besserer Qualität seien. Diesem Argument ist aber entgegenzuhalten, dass das Publikum bei seinen Kaufsentscheidungen offensichtlich kaum einen Unterschied macht.

36 Vgl. auch ZUFFEREY (FN 5), N 606 zur Frage, ob nur Investoren als Gruppe oder individuelle Anleger zu schützen sind.

37 Vgl. zur nötigen Differenzierung WERLEN (FN 1), 274 ff.

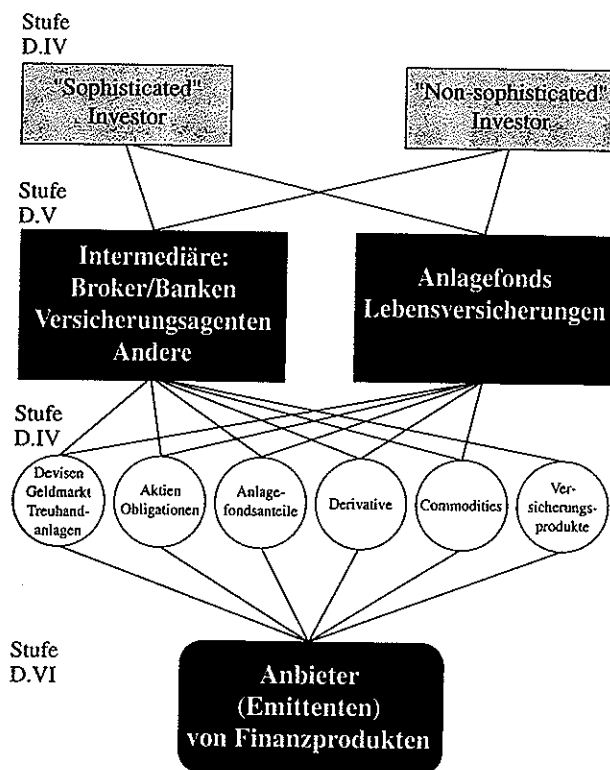
38 Vgl. für eine andere Darstellung ZUFFEREY (FN 5), N 629 ff.

39 Vgl. für den Zusammenhang von Funktions- und Anlegererschutz etwa KÜMPEL (FN 3), 1141.

40 WERLEN (FN 1), 272 macht denn auch die Aussage, das indirekte Kapitalmarktrecht sei eine Folge der Trennung der Berechtigung an der Kapitalanlage vom Investitionsentscheid.

41 Die Anlagefonds erscheinen doppelt, weil sie selber wiederum wichtige Erwerber von Kapitalanlagen sind, inkl. der Anteile an anderen Fonds, vgl. zum Fund of Ucits oder Fund of Funds Art. 41 AFV.

Ansatzpunkte für einen Investorenschutz



Das Schweizer Recht benutzt – wie noch zu zeigen sein wird – eine (wenn auch wenig abgestimmte) Kombination dieser Möglichkeiten, um Investoren zu schützen, anstatt konzentriert auf einer oder zwei Stufen anzusetzen.

IV. Regulierung auf Stufe der Investoren und der Produkte

1. Allgemeines

Denkbar ist zunächst aus der Sicht des Anlegerschutzes, dass gewissen Gruppen von Investoren gewisse Kapitalanlagen verboten oder nur gewisse Anlageformen erlaubt werden. Auf einer ähnlichen Ebene sind Versuche anzusiedeln, die Qualität gewisser Produkte sicherzustellen oder solche ganz zu verbieten.

Ein solches Schutzsystem hat einen *paternalistischen Charakter*, schränkt die Freiheit von Investoren und Kapitalnehmern stark ein und kann eine *effiziente Allokation* der Kapitalressourcen *behindern*. Zu beachten ist ferner, dass Beschränkungen für Anlagen, die nur gewisse Investoren treffen, zu *Rechtsunsicherheit* führen, wenn das regelwidrig eingegangene Geschäft mit einer Ungültigkeitssanktion bedroht ist.

Würden etwa Anlagen in Derivate nur für Kleinanleger verboten, oder umgekehrt für Hedging-Zwecke erlaubt, müsste der Anbieter Abklärungen über die Art der Gegenpartei oder

deren Geschäftsmotive treffen, was im modernen Kapitalmarkt nur mit erheblichen Kosten möglich wäre.

2. Beschränkung gewisser Anlagemöglichkeiten

Das Schweizer Recht schränkt Investoren etwa in folgenden Bereichen ein:

- Im Bereich des *Vormundschaftsrechts* trägt Art. 425 ZGB den Kantonen auf, "Bestimmungen aufzustellen über die Anlage ... des Mündelvermögens"; in diesen Bestimmungen werden teilweise "mündelsichere", also risikolose Anlagen verlangt; teilweise werden nur Vorschriften über die Aufbewahrung statuiert.⁴²
- In Art. 71 BVG und der BVV 2 werden für die Vermögensverwaltung der Vorsorgeeinrichtungen detaillierte Anlagevorschriften aufgestellt, um Sicherheit, genügenden Ertrag, angemessene Risikoverteilung und genügende Liquidität zu erreichen.⁴³
- Anlagebegrenzungen bestehen auch für *Anlagefonds*, das Bemühen um "mündelsichere Anlagen", das im alten AFG noch bestanden hat, wurde im neuen Anlagefondsgesetz aber richtigerweise fallengelassen.⁴⁴

Aus ökonomischer Sicht sind solche Vorschriften zu kritisieren. Zwar ist unbestritten, dass etwa ein Vormund das Vermögen ohne unnötige Risiken anlegen soll. Je nach Vermögenssituation eines Mündels wäre es aber besser, es würde bei kontrollierbarem Risiko ein angemessener Ertrag

42 Das zürcherische Recht bestimmt, dass die Vormundschaftsbehörde mit Genehmigung des Bezirksrates die "geschlossene oder offene Aufbewahrung" des Mündelvermögens bei der Zürcher Kantonalbank oder der Schweizerischen Nationalbank anordnen kann; andere Banken haben Sicherheit zu leisten, § 101 ZH EGZGB; Abs. 3 verweist für nähere Vorschriften auf eine Verordnung des Regierungsrates "betreffend Aufbewahrung von Mündelvermögen bei Banken" vom 16. 12. 1911, die insbesondere für Änderungen im Bestand des Mündelvermögens eine Ermächtigung der Vormundschaftsbehörde (wörtlich: "des Waisenamtes") verlangt (§ 8).

43 Insbesondere werden die zulässigen Anlagen abschliessend festgelegt (Art. 53 ff. BVV 2; nicht zugelassen sind etwa nicht kotierte ausländische Beteiligungspapiere oder Optionen, wohl aber Wandel- und Optionsanleihen), Höchstgrenzen in Prozenten des Vermögens für einzelne Positionen sowie für bestimmte Typen von Anlagen festgelegt (Art. 54 f.) und Anlagen beim Arbeitgeber reguliert (Art. 57 ff.), indem beispielsweise ungesicherte Anlagen höchstens im Ausmass von 20% des Vermögens getilgt werden. Art. 59 erlaubt Abweichungen von diesen Vorschriften bei besonderen Verhältnissen im Einzelfall, wobei diese Möglichkeit von den kantonalen Aufsichtsbehörden z.T. recht weit ausgelegt wird.

44 Vgl. statt vieler PETER FORSTMOSER, Das revidierte schweizerische Anlagefondsrecht, eine Einführung, in: Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts (Hrsg. D. ZOBL), Zürich 1996, 136.

erwirtschaftet, anstatt der Blick nur auf die Risikolosigkeit ausgerichtet; die mangelnde Konzentration auf den Aspekt "Ertrag" ist auch bei den Pensionskassen erkennbar, da sie ihr Hauptaugenmerk auf die Einhaltung der Anlagevorschriften richten. Hinzu kommt, dass behördlich festgesetzte Risikoklassifizierungen kaum je von Bestand sind, was sich etwa am Wertverfall von Immobilien, die stets als sicher galten, einfach nachweisen lässt.⁴⁵

Will man einer gewissen Kategorie von Investoren Vorschriften machen, darf der Massstab nur der sein, dass die Anlagen mit einem adäquaten Risikoprofil und einem diesem Risikoprofil entsprechenden Ertrag getätigt werden müssen.

3. Diversifizierungsvorschriften

Diversifizierungsvorschriften, wie sie sich im Anlagefonds-, Banken- und Pensionskassenrecht finden, sind demgegenüber im Grundsatz sinnvoll.

Bedenklich sind deshalb beispielsweise Anlagen einer Pensionskasse in Titel des Arbeitgebers der angeschlossenen Arbeitnehmer (oder Darlehen an den Arbeitgeber),⁴⁶ womit bei Pensionskassen das Gesetz etwas verbietet, was es erlauben (beispielsweise Anlagen in hochverzinsliche Obligationen), und demgegenüber erlaubt, was es verhindern müsste (Anlagen beim Arbeitgeber).

Diversifikationsvorschriften können sich aber (schon aus Kontrollgründen) nicht an den Investor richten (dem es nicht verboten werden kann, alle Eier in einen Korb zu legen, wenn er das wirklich will) und (grundsätzlich) auch nicht an Intermediäre oder Emittenten, da diese die Einhaltung einer allfälligen Diversifikationsvorschrift nicht überprüfen können. Denkbar ist dagegen, dass von demjenigen, der Beratung offeriert, verlangt wird, dass er dem Investor eine Diversifikation wenigstens empfiehlt, beispielsweise ihm nahelegt, in Anlagefondsanteile zu investieren (da die Fonds ihrerseits diversifiziert investieren).

Ein Rechtssystem kann dabei eine solche Pflicht "regulatorisch" statuieren (analog zu der Regelung in Art. 11 BEHG) oder durch Definition des auftragsrechtlichen Sorgfaltsmassstabes eine solche Pflicht erreichen. Letzteres ist nach der hier vertretenen Ansicht der richtige Weg – er folgt für Banken, die im Rahmen eines Vermögensverwaltungs-auftrages handeln, aus Art. 9 der Richtlinien für die Vermögensverwaltung.

Auch hier können allerdings gutgemeinte Vorschriften an Grenzen stossen:

So kann etwa ein Effektenfonds den SMI (Swiss Market Index) nicht mehr genau nachvollziehen, da in dessen Zusammensetzung die indexschwersten Titel (Nestlé, Roche, Novartis) mehr als 10% ausmachen, womit solche Fonds der Vorschrift von Art. 37 AFV nicht nachleben können und – wenig sinnvoll – als "Fonds mit besonderem Risiko" ausgestaltet werden müssen. Eine gutgemeinte Vorschrift ist damit über ihr Ziel hinausgeschossen und verhindert einen konservativen Aktienfonds, der bloss einen Index wiedergibt.

4. Qualitätssicherung von Produkten

Investorenschutz kann theoretisch auch dadurch erreicht werden, dass die Qualität von Produkten sichergestellt wird,

indem beispielsweise nur Titel mit einem gewissen "Rating" an der Börse zugelassen werden – die Schweizer Börsen versuchten noch vor wenigen Jahren, wenigstens verschiedene Segmente im Handel zu schaffen, die in Abhängigkeit von der Qualität (Bonität) der Schuldner bzw. der von diesen kotierten Produkte gebildet werden sollten.⁴⁷

Solche Regelungen sind – insoweit sie einen Handel beschränken – abzulehnen, da auch Produkte mit einem höheren Risikograd in einem funktionierenden Kapitalmarkt angeboten werden müssen; eine andere Lösung würde bedeuten, dass "junge" Unternehmen in der Kapitalbeschaffung behindert werden bzw. die Allokierung von *Venture Capital* erschwert wird.

5. Verbot gewisser Produkte

In vielen Ländern wird versucht, Anlagen mit "Spiel und Wette"-Charakter zu verbieten oder zu erschweren.⁴⁸ Solche Regeln sind abzulehnen, insbesondere wegen der Rechtsunsicherheit, zu der sie führen⁴⁹; auch haben solche Normierungen einen stark paternalistischen Charakter. Was für den einen pure Spekulation ist (wobei anzumerken ist, dass gegen Spekulation aus ökonomischer Sicht wenig⁵⁰ einzuwenden ist), ist für den anderen Hedging. Während der eine sein Geld in staatlich autorisierten Lotterien verliert, tätigt ein anderer Termingeschäfte. Ein Verbot ist schliesslich deshalb fraglich, weil der Investor die Vor-

45 Vgl. auch die Kritik bei POSNER (FN 10), 440.

46 Vgl. Art. 57 ff. BVV2 und Art. 89^{bis} Abs. 4 ZGB. Die Bedenklichkeit kann anhand des Beispiels eines älteren, nicht ohne weiteres vermittelbaren Arbeitnehmers, der alle seine Ersparnisse in Aktien des Arbeitgebers investiert, erläutert werden: Eine solche Investition verletzt das Gebot der Diversifikation, würde ein Konkurs des Arbeitgebers den Arbeitnehmer doch nicht nur um seine Stelle, sondern auch noch um seine Ersparnisse bringen (analoges gilt, wenn die Pensionskasse des Arbeitnehmers in diese Titel investierte).

47 Vgl. etwa WATTER, Die Kotierung ausländischer Wertpapiere an den Schweizer Börsen: Problematische Weiterführung der Zulassungsstelle, in: NZZ vom 12. Dezember 1989, Nr. 289, 41. Vgl. ferner generell ZUFFEREY (FN 5), N 700 ff.

48 Art. 513 OR, dessen Bedeutung durch BGE 120 II 42 ff. (richtigerweise) stark relativiert wurde. Vgl. hierzu insbesondere das deutsche System, dazu HEINZ-DIETER ASSMANN/ROLF A. SCHÜTZE (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, München 1996 (Bearbeiter HÄUSER/WETTER), 419 ff. und § 764 BGB und § 53 dBörsG mit der Unterscheidung in termingeschäftsfähige und -nichtfähige Personen und der weiteren Unterscheidung in offizielle und nichtoffizielle Geschäfte.

49 Es ist letztlich nicht klar definierbar, welche Geschäfte unter Art. 513 OR fallen, vgl. statt vieler OR-BAUER, N 4 Vorbem. vor Art. 513–515 und N 3 ff. zu Art. 513.

50 Der Spekulant hilft in einem Markt, den richtigen Preis für ein Gut zu definieren; dank seiner Tätigkeit pendelt sich dieser Preis schneller ein, vgl. statt vieler POSNER (FN 10), 445.

schrift immer nur dann anrufen wird, wenn seine Spekulation fehlschlägt. Aus analogen Gründen ist eine Begrenzung von solchen Investitionen auf gewisse Investorengruppen (z.B. Kaufleute) wenig sinnvoll.⁵¹

Sinnvoll wäre allenfalls, eine Information über die Gefahr der Produkte zu verlangen.⁵² Möglich wäre es schliesslich, vom Investor eine relativ hohe Deckung ("margin") für solche Geschäfte zu fordern, da das eigentliche soziale Problem hinter Börsentermingeschäften nicht im Aleatorischen liegt, sondern darin, dass wegen der Hebelwirkung mit kleinem Kapitaleinsatz wirtschaftlich oft grosse Summen "bewegt" werden, was zu einem entsprechend hohen Verlustrisiko führt.⁵³

6. Möglichkeiten des Konsumentenschutzes

Konsument und Anleger befinden sich in einer vergleichbaren Situation,⁵⁴ weshalb zu untersuchen ist, ob nicht die Normen des Konsumentenschutzes auch für den Investorenschutz im Kapitalmarktrecht herangezogen werden können oder herangezogen werden sollen:

a. Die Art. 40a ff. OR über das "Widerrufsrecht bei Haustürgeschäften und ähnlichen Verträgen" sind anwendbar auf Verträge über bewegliche Sachen und Dienstleistungen, die für den persönlichen oder familiären Gebrauch des Kunden bestimmt sind. Der "persönliche Gebrauch" wird dabei als Gegensatz zur Verwendung im beruflichen Bereich, zu geschäftsmässigem Handeln, verstanden⁵⁵ und impliziert den Ausschluss von juristischen Personen als geschützten Vertragspartnern.⁵⁶ Ausdrücklich ausgenommen sind aus dem Bereich des Kapitalmarktes nur die Versicherungsverträge (Art. 40a II OR). Auf den Erwerb von Effekten oder die Inanspruchnahme von Dienstleistungen für die private Vermögensanlage ist die Regelung daher grundsätzlich anwendbar,⁵⁷ sofern das Angebot zum Geschäft in einer der in Art. 40b OR umschriebenen Situationen erfolgt ist und weitere Voraussetzungen vorliegen (Art. 40a–40c OR).

Während eigentliche Haustürgeschäfte im Kapitalmarkt selten vorkommen, sind telefonische Angebote häufig, einerseits ausserhalb einer Kundenbeziehung ("cold calling"), andererseits im Rahmen eines Kontoverhältnisses. Telefonanrufe wurden vom Parlament aus dem Anwendungsbereich des Widerrufsrechts herausgestrichen; gleichwohl wird in der Lehre ihr Einbezug vertreten, wenn der Kunde den Anruf in seiner Wohnung entgegennimmt⁵⁸. Ausgeschlossen ist allerdings der Widerruf, wenn der Kunde "die Vertragsverhandlungen ausdrücklich gewünscht hat" (Art. 40c lit. a OR); der Ausschlussgrund vorbestehender Geschäftsbeziehungen wurde hingegen aus Art. 40c OR eliminiert (alt lit. b),⁵⁹ womit Anwendbarkeit der Bestimmungen im Grundsatz auch dann besteht, wenn der Empfänger des Angebots bereits Kunde ist.

Folge der Anwendbarkeit der Regelung von Art. 40a ff. OR ist ein auf sieben Tage befristetes Widerrufsrecht des "Kunden" (Art. 40e OR) nebst einer entsprechenden Orientierungspflicht des Anbieters bei Vertragsschluss

(Art. 40d OR). Diese Rechtsfolge zeigt an sich, dass es wenig sachgerecht ist, Art. 40a ff. OR auf dem Kapitalmarkt anzuwenden, da ein Rücktrittsrecht bei sinkenden Kursen einer ansonsten "geeigneten" Investition den Investor unsachlich bevorzugt. Andererseits wirkt eine Anwendung möglicherweise abschreckend auf Verkäufer, die Investitionen im Stile der "Letters" des "European Kings Club" anbieten (ob an der Haustüre oder am Telefon). Zu überlegen wäre damit allenfalls, ob das Rücktrittsrecht in den Fällen bestehen sollte, wo für die Investition kein geregelter Markt existiert.

b. Das *Konsumentinformationsgesetz* (KIG), das am 1. Mai 1992 in Kraft getreten ist, verlangt im Grundsatz die Deklaration bestimmter Punkte durch die Anbieter von "Waren" und bestimmter, vom Bundesrat zu bezeichnender Dienstleistungen, wo dies im Interesse der Konsumenten liegt (Art. 2). Für die Ausführung dieses Grundsatzes verweist das Gesetz auf "privatrechtliche Vereinbarungen", die zwischen Wirtschafts- und Konsumentenorganisationen ausgehandelt werden sollen; bei Versagen dieses Modells ist auch die Konkretisierung durch Verordnung des Bundesrates zulässig (Art. 3 f.). Der Begriff der "Ware" wird im Gesetz nicht definiert. Für den Bereich des Kapitalmarktes liegen heute weder "privatrechtliche Vereinbarungen" noch bundesrätliche Verordnungsbestimmungen vor.

51 Vgl. FN 48 für das deutsche Recht.

52 Nach § 53 II dBörsG kann durch Unterrichtung über die Risiken der Geschäfte Termingeschäftsfähigkeit geschaffen werden.

53 Solche Reservenvorschriften werden auch anderswo verwendet; so statuiert das amerikanische Recht etwa solche Vorschriften für "short sales", also Leerverkäufe, vgl. Regulation I der Securities and Exchange Commission sowie Rule 431 der New York Stock Exchange.

54 ZUFFEREY (FN 5), N 1458 ff.

55 OR-GONZENBACH, N 5, Vorbemerkungen zu Art. 40a–40g, N 3 zu Art. 40a.

56 OR-GONZENBACH, N 3 zu Art. 40a.

57 Vgl. auch das Beispiel bei HEINRICH HONSELL, OR-Novelle zum Konsumentenschutz, AJP/PJA 1992, 66 ff., 67: Kauf eines Anteils an einem Time-sharing-Projekt.

58 OR-GONZENBACH, N 7 zu Art. 40b N 7. Für ein qualifiziertes Schweigen demgegenüber, aber immerhin unter den "offenen Fragen": MARKUS KOLLER-TUMLER, Orientierung: Konsumentenschutz im Obligationenrecht, recht 1992, 40. Zum Entwurf, der das Telefonmarketing noch mit erfasste, kritisch RAINER GONZENBACH, "Pacta sunt servanda" oder neues Licht ..., ZSR 1987 I 435 ff., 464 f.

59 Vgl. BBl 1993 I 880: Es handelt sich um eine Änderung, die auf das Eurolex-Paket zurückgeht und die Regelung an die einschlägige Richtlinie (RL 85/577 des Rates vom 20. Dezember 1985 betreffend den Verbraucherschutz im Falle von ausserhalb von Geschäftsräumen geschlossenen Verträgen, ABl. L 372 vom 31.12.1985, 31) anpasst.

7. Zivilrechtliche Klagemöglichkeiten gegen Emittenten und Intermediäre

Als Pendant zu den speziellen Pflichten der Emittenten und Intermediäre (vgl. nachfolgend) gibt das Gesetz den geschädigten Investoren Klagemöglichkeiten, in aller Regel aus Vertrag oder auch aus Art. 41 OR, da die Verletzung einer regulatorischen Norm das Erfordernis der Widerrechtlichkeit in aller Regel erfüllen wird. Allerdings sind diese Klagemöglichkeiten in der Praxis wenig effektiv, da der Einzelne oft nur einen vergleichsweise geringen Schaden erleidet und sich damit die Mühen eines Prozesses eher sparen wird. Das amerikanische Recht gewährt deshalb im Bereich von Verstößen gegen kapitalmarktrechtliche Vorschriften sogenannte "class actions", die es einem Kläger erlauben, (ungefragt) eine ganze Klasse von Investoren zu vertreten. In der Schweiz ist diese Idee in Art. 28 AFG teilweise aufgenommen worden, indem dort vorgesehen ist, dass ein Richter einen "Vertreter der Anlegergemeinschaft" ernennen kann, der Ersatzklagen beispielsweise gegen die Fondsleitung oder die Depotbank durchsetzen soll.

Eine solche Regelung wäre beispielsweise im Bereich der Prospekthaftung auch zu erwägen: Auch in diesem Bereich werden wegen der oft geringen Schadenshöhe eines Investors (es wird beispielsweise ein Titel wegen einer Falschangabe in einem Prospekt nur selten um mehr als 15 % fallen) aus Kostengründen Ansprüche kaum je durchgesetzt. Wäre eine class action möglich⁶⁰ (bei der eine Zahlung der Verantwortlichen an die Gesellschaft zu verlangen wäre, während bei der Prospekthaftung ansonsten direkter Schaden der Investoren angenommen wird), würde sich eine Klage "lohnen", die Klagemöglichkeiten würden präventiv wirken und schwarze Schafe würden vom Kapitalmarkt verschwinden.

8. Fazit

Regeln, die den Investor bevormunden und seine Anlagemöglichkeiten beschränken, sind wenig tauglich und teilweise kontraproduktiv, indem gewissen Investorenkreisen objektiv interessante Anlagemöglichkeiten verschlossen werden. Dies ist auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht unerwünscht, indem anlagensuchende Gelder nach nicht effizienten Kriterien alloziert werden. Im weiteren widersprechen solche Regeln einem liberalen Weltbild, das dem Einzelnen grundsätzlich die Verantwortung für sein Handeln überbindet. Schliesslich wurde festgehalten, dass die Statuierung einer Ungültigkeit für gewisse Geschäfte gewisser Investoren zu Rechtsunsicherheit führt und die Transaktionskosten erheblich erhöhen kann.

Das Schweizer Recht hätte in diesem Bereich eine *Deregulierung* nötig, insbesondere im Bereich der Anlagevorschriften und der Anwendung der Spiel und Wette-Regeln auf Kapitalmarktgeschäfte. Nach der hier vertretenen Ansicht könnte demgegenüber (teils durch Auslegung, teils durch gesetzgeberische Aktivitäten) in folgenden Bereichen systemkonform der Investorenschutz verbessert werden:

- Anerkennung des Umstandes, dass Diversifikation den Investor am besten schützt. Die Verletzung dieses Grundsatzes darf aber nicht mit einer Ungültigkeit des

Geschäftes sanktioniert werden, sondern darf nur als Sorgfaltspflichtverletzung des Beraters qualifiziert werden;

- Ermöglichung einer "class action" (ausgestaltet allerdings eher analog zu Art. 28 AFG als nach dem amerikanischen Modell) für Pflichtverletzungen im Kapitalmarktbereich, wobei die Ersatzzahlung in aller Regel an den Emittenten zu erfolgen hat, was den Investoren indirekten Ersatz bringt;
- die Anwendung von Konsumentenschutzbestimmungen auf den Kauf von Produkten, die unter einem Haustürgeschäft ähnlichen Umständen angeboten werden und die keinen geregelten Markt haben.

V. Regelung auf Stufe der Intermediäre

1. Zivilrechtliche Regelungen

An Regeln auf der Stufe der Intermediäre stellt die Rechtsordnung zunächst Regeln zur Verfügung, welche die zivilrechtlichen Beziehungen zwischen dem Anleger und dem Intermediär strukturieren, etwa das Kaufvertrags- oder das Kommissionsrecht.

Nachdem diese Normkomplexe von den Intermediären in Geschäftsbedingungen einfach abgeändert werden können, interessiert vor allem, inwieweit das Recht zwingende Normen stipuliert. Im Vordergrund stehen hier die Regeln von Art. 100 II⁶¹ und 101 III OR, die die Wegbedingung der Haftung beschränken: Nach diesen Normen dürfen Intermediäre (soweit sie, wie in aller Regel, sogenannte obrigkeitlich konzessioniert sind) beim Einsatz von Hilfspersonen die Haftung nur für grobe (nicht aber für leichte) Fahrlässigkeit der Hilfsperson wegbedingen; beim Einsatz von Organen kann der Richter nach seinem Ermessen jegliche Wegbedingung der Haftung missachten.⁶²

In der Praxis sind die Wegbedingungsklauseln der Banken meist noch sehr breit gefasst; dies unter anderem deshalb, weil ein Schweizer Richter (im Gegensatz etwa zum deutschen Recht) eine zu weitgehende Wegbedingung nur auf das erlaubte Mass "zurückstutzt".⁶³

60 Problematisch wäre allerdings, dass die Situation des Einzelnen (etwa bezüglich der Kausalität einer Pflichtverletzung für den Schaden) dann nur schlecht berücksichtigt werden kann. Eine class action würde primär den "Betrug gegenüber dem Markt" sanktionieren, vgl. hierzu OR-WATTER, N 2 zu Art. 752.

61 Abs. 3 von Art. 100 OR verweist auf die besonderen Vorschriften über den Versicherungsvertrag, dort insbesondere auf die Art. 14 IV und 98 VVG, die es der Versicherung verbieten, ihre Leistungspflicht bei leichter Fahrlässigkeit des Versicherungsnehmers zu beschränken. Der Verweis betrifft also die Fahrlässigkeit des Empfängers (Gläubigers) der Leistung, nicht den Schuldner.

62 Vgl. zur Haftung der Banken BGE 112 II 450 ff. (noch offengelassen in BGE 109 II 119, anders in 108 II 316).

63 Vgl. auch die Haltung der Bankiervereinigung im Zirkular 875D, Allgemeine Geschäftsbedingungen: Empfehlungen der Kartellkommission zu unseren Mustertexten.

Zivilrechtlicher Natur sind auch die auftragsrechtlichen Treue- und Sorgfaltsvorschriften, die das Verhältnis zwischen Investor und Intermediär bestimmen. Diese Vorschriften werden vorliegend im Zusammenhang mit Art. 11 BEHG (vgl. nachfolgend) behandelt. Von praktischer Wichtigkeit sind schliesslich die Prospektpflichten, die – da die Intermediäre oft an der Prospekterstellung beteiligt sind – auch auf dieser Stufe "wirken", womit ein falscher Prospekt auch zu einer Haftung der Bank führen kann.⁶⁴

2. Vorschriften betreffend Kapital und Schutz im Konkursfall

Zu nennen sind hier die Vorschriften, die ein minimales Eigenkapital des Intermediärs verlangen und damit eine gewisse Sicherheit gegen dessen Konkurs bieten. Einen ähnlichen Zweck verfolgen die Unterlegungs-, Risikoverteilungs- und Liquiditätsvorschriften.⁶⁵

Solche Vorschriften sind im Grundsatz sinnvoll, da sie dem einzelnen Anleger eine Bonitätsprüfung des Intermediärs abnehmen, was im Effekt zu einer Senkung der Transaktionskosten führt. Solche Vorschriften sind in jedem Fall einem System vorzuziehen, in dem der Staat die Zahlungsfähigkeit der Intermediäre garantiert, da eine solche Garantie nur zu unvorsichtigem Verhalten der Intermediäre führt. Die Beispiele diverser schweizerischer Kantonalbanken oder der S&L Krise in den USA sind hier klares Zeugnis. Allerdings existieren im Schweizer Finanzmarkt öffentliche⁶⁶ und private⁶⁷ Sicherheitssysteme.

Folgende Vorschriften schützen den Anleger in einem Konkurs seines Intermediärs: Art. 197 I nSchKG statuiert, dass nicht alle beim Gemeinschuldner anzutreffenden Vermögenswerte in die Konkursmasse fallen, sondern nur diejenigen, die ihm auch gehören. Darüber hinaus kann der Investor, dessen Wertpapiere der Gemeinschuldner verkauft hat, nach Art. 202 SchKG nSchKG den Kaufpreis vollumfänglich beanspruchen (bzw. eine Zession der Kaufpreisforderung verlangen), auch wenn er dem Gemeinschuldner erst nach der Konkurseröffnung zugegangen ist. Schutz kann sodann auch Art. 401 OR bieten, der es erlaubt, Sachen und Forderungen gegen Dritte herauszuverlangen bzw. durch Legalzession zu erwerben, die der Intermediär in Kommission oder fiduziarisch erworben hat.⁶⁸

Mit einer *Ergänzung des Bankgesetzes* wird nun anlässlich der SchKG-Revision dieser Schutz vervollständigt bzw. gesichert.⁶⁹ Diese neuen Vorschriften gelten im Konkurs einer Bank (unverständlichlicherweise aber nicht für Effektenhändler) und haben als *lex specialis* gegenüber dem SchKG Vorrang.⁷⁰ Neu gilt, dass im Konkurs der Bank sämtliche Depotwerte eines Bankkunden zu dessen Gunsten "abgesondert"⁷¹ werden (Art. 37b nBankG).⁷² Im Vergleich zum bisherigen Recht wird damit vor allem bestätigt, dass Treuhandgut aussonderbar ist.

3. Verhaltensregeln und Qualitätsstandards

Bestimmungen über Intermediäre enthalten oft Vorschriften, wonach diese Gewähr für eine einwandfreie Geschäfts-

führung bieten müssen;⁷³ im Bankenbereich wurde diese Vorschrift von der Aufsichtsbehörde stets weit ausgelegt und hat zu Verhaltensregeln in vielen Bereichen des Geschäftes geführt.⁷⁴ Im vorliegend interessierenden Gebiet wurden beispielsweise ein Verbot des Front Running durch die Bank, Beschränkungen in Eigengeschäfte der Angestellten und die Pflicht, Aufträge mit Zeitstempeln zu erfassen, postuliert.

Gesamthaft erweisen sich diese Vorschriften als für den Anleger segensreich, auch wenn sie ihm nicht immer einen Anspruch in einem konkreten Fall verschaffen.

Oft gilt das Einhalten dieser Pflichten aber als Sorgfaltsmassstab, womit deren Verletzung dem Investor einen Anspruch aus Vertragsverletzung geben wird.

4. Regulatorische Vorschriften, die das Verhältnis zu Kunden mitbestimmen

Art. 11 BEHG statuiert direkte Verhaltenspflichten des Effektenhändlers gegenüber dem Investor, dies in drei Gebieten, die an sich auch zivilrechtlich abgedeckt sind:

a. die Informationspflicht, die den Effektenhändler verpflichtet, den Kunden auf gewisse Risiken hinzuweisen.⁷⁵ Das genaue Ausmass dieser Informationspflicht

64 DIETER ZOBL/RETO ARPAGAU, Zur Prospekt-Prüfungspflicht der Banken bei Emissionen, FS Schweizerischer Juristentag 1994, Zürich 1994, 195 ff., insb. 209 ff.; ROLF WATTER, Prospekt(haft)plicht heute und morgen, AJP/PJA 1992, 48 ff., 57; KLAUS HOPT, Die Verantwortlichkeit der Bank bei Emissionen, München 1991, passim, insb. N 134 ff.

65 Vgl. Art. 4 f. BankG, 12 f. BEHG.

66 § 6 f. ZHWPG.

67 Vereinbarung über den Einlegerschutz bei zwangsvollstreckungsrechtlicher Liquidation einer Bank vom 1. Juli 1993 (vormals Konvention XVIII).

68 Vgl. hierzu ROLF WATTER, Die Treuhand im Schweizer Recht, ZSR 1995 II 179 ff., Nrn. 105 ff.

69 S. v.a. URS BERTSCHINGER, Zum neuen bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 und 37b BankG), AJP/PJA 1995, 426 ff., 426.

70 Obwohl im Wortlaut nicht erwähnt, müssen sie auch bei einem Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung gelten, der für eine Bank den realistischeren Fall darstellt als ein Konkurs, vgl. BERTSCHINGER (FN 69), 434; gleiches gilt für Art. 401 OR, vgl. BGE 99 II 393 ff., 396 E. 5.

71 Der Begriff "Absonderung" in Art. 37b nBankG bedeutet, dass die Ausscheidung von Amtes wegen erfolgt, also kein Aussonderungsbegehren des Kunden erforderlich ist, vgl. BERTSCHINGER (FN 69), 432.

72 Zu den Voraussetzungen im einzelnen BERTSCHINGER (FN 69), 429. Zu den "absonderbaren Werten" zählen Werte, die dem Depotkunden gehören oder die die Bank fiduziarisch hält, ebenso Werte, auf deren Lieferung die Bank erst aus einem Geschäft für Rechnung des Kunden Anspruch hat.

73 Art. 3 II.c BankG, Art. 3 II.b und 10 II.d BEHG.

74 Vgl. generell zu Verhaltensregeln und Qualitätsstandards ZUFFEREY (FN 5), N 24, 732 ff., 754 ff.

75 Vgl. für Details ROLF WATTER, Die Regulierung der Effektenhändler (und der Banken) im BEHG, in: Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts (Hrsg. D. ZOBL), Zürich 1996, 87 ff. Vgl.

ist im Moment noch unklar. Namentlich ist noch nicht entschieden, ob die Informationspflicht generell und in Formularen erfüllt werden kann oder ob die Information spezifisch auf die Bedürfnisse und Kenntnisse des einzelnen Investors zugeschnitten zu erfolgen hat. M.E. müssten die Vertragsparteien, d.h. der Effekthändler und der Kunde, das Ausmass selber festlegen können, indem beispielsweise ein Discount Broker mit entsprechend niedrigen Gebühren nur generell und formularmässig informiert, eine Bank mit hohen Courtagen dagegen eine individualisierte Beratung offeriert.

- b. die Sorgfaltspflicht, in der u.a. eine Pflicht zur "best execution" und eine Rechenschaftspflicht enthalten sind;⁷⁶
- c. die Treuepflicht, die es dem Intermediär verbietet, seine eigenen Interessen über diejenigen seines Kunden zu stellen.⁷⁷ Auch eine grundsätzliche Gleichbehandlungspflicht dürfte in der Treuepflicht enthalten sein.⁷⁸

In der Erfüllung dieser Pflichten darf der Effekthändler die fachlichen Kenntnisse des Kunden berücksichtigen (Art. 11 II BEHG).

Eine Verletzung dieser Pflichten, die m.E. vertraglich nicht wegbedungen, sondern nur präzisiert werden dürfen (indem eben beispielsweise der Discountbroker sagt, er informiere nur generell über Gefahren), führt zu Schadenersatz im Rahmen der vertraglichen Kundenbeziehung.⁷⁹ Art. 11 BEHG dürfte auch gelten, wenn ausländische Broker Schweizer Investoren kontaktieren und auf ihre Geschäftsbeziehung ausländisches Recht für anwendbar erklären.⁸⁰

5. Strafrecht

Relevant sein können auf dieser Stufe vor allem die Normen gegen Veruntreuung und ungetreue Geschäftsbesorgung (Art. 138 und 158 StGB).

6. Fazit

Die Regulierung der Intermediäre im Banken- und Effekthandelsbereich ist heute in einer Art und Weise ausgestaltet, die dem Investorenschutz Genüge tut und sicherstellt, dass die Kunden adäquate Information erhalten, auch wenn sich in der Praxis zuerst noch zeigen muss, wie Art. 11 BEHG ausgelegt wird (zur hier vertretenen Ansicht Ziff. 4 oben). Eine "class action" ist in diesem Bereich nicht nötig, da Fehler in aller Regel nur individuelle Anleger betreffen.

Zu kritisieren bleibt, dass ein ausgeprägter Schutz nur im Bereich des Effekthandels besteht, während Devisen- und Rohstoffbroker überhaupt nicht überwacht werden. Dieses "Loch" im Kapitalmarktrecht ist wenig verständlich. Unverständlich ist auch, dass die neuen Art. 16 und 37b BankG nicht für Broker gelten.

VI. Regulierung der Emittenten

1. Keine behördliche Qualitätskontrolle für Emittenten

Eine behördliche Qualitätskontrolle für die Emittenten von Kapitalanlagen gibt es heute nicht mehr, sieht man vom

Spezialfall des Anlagefonds ab. Eine gewisse Kontrolle besteht bei Emittenten, die ihre Titel an der Börse kotieren wollen, da die Kotierungsreglemente Anforderungen an die Rechnungslegung, die Information der Anleger, an die Existenzdauer und an die Grösse einer Gesellschaft aufstellen.⁸¹

Auf diesem Gebiet ist am bisherigen Schutz kaum etwas auszusetzen: Eine Qualitätskontrolle ist ebenso wie bei den Produkten (vgl. Ziff. D.IV.4) nicht sinnvoll und verzerrt den Markt. Fraglich ist sogar, ob nicht sogar die Anforderung einer minimalen Existenzdauer für die Kotierung nicht auch noch fallengelassen werden müsste, da eine längere Dauer der Existenz des Emittenten für einen Investor kaum risikomindernd ist.

2. Investorenschutz im Gesellschaftsrecht

Das Gesellschaftsrecht enthält zum Schutz der Investoren insbesondere die (allerdings nach wie vor laschen) Rechnungslegungsvorschriften (Art. 662a ff. OR) und die Vorschriften zum Schutz des Kapitals (Art. 675 ff., 725, 732 ff. OR) und statuiert ferner die Einsichts- und Mitwirkungsrechte der Aktionäre (Art. 689 ff. OR) und der Gläubiger (Art. 697h III OR).⁸²

Investoren (Aktionäre und Gläubiger) haben ein Interesse daran, dass die Rechnungslegungsregeln eine "true and fair view" wiedergeben. Die nach Art. 669 III OR nach wie vor gegebene Möglichkeit, stille Reserven zu schaffen und (allerdings nur unter Offenlegung gemäss Art. 663b Ziff. 8 OR) wieder aufzulösen, ist insoweit schädlich, als durch eine solche Auflösung der wahre Geschäftsgang verschleiert

auch zur Rechtslage in Deutschland: JOHANNES KÖNDGEN, Wieviel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde, ZBB 1996, 361 ff., insb. mit Ausführungen zu den Richtlinien des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, publiziert in ZBB 1996, 394 ff. Die Schweizerische Bankiervereinigung hat nach Abschluss des Manuskriptes "Verhaltensregeln für Effekthändler" erlassen (Zirkular vom 4. Februar 1997, Nr. 12750), die auf den 1. August 1997 in Kraft treten werden.

76 WATTER (FN 68), 89 f.

77 Vgl. etwa ZUFFEREY (FN 5), N 790 ff. Vgl. auch WATTER (FN 68), 90 f. und DERSELBE, Chinese Walls bei Universalbanken? SJZ 1991, 109 ff., 110 ff. mit einer Darstellung möglicher Konflikte.

78 WATTER (FN 68), 91.

79 Vgl. generell CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, Über die privatrechtliche Haftung für Rat und Anlagerat, FS Piotet, Bern 1990, 151 ff., 162 ff. zum Anlagerat.

80 Vgl. WATTER/MALACRIDA (FN 26), 151 ff., 159. Vgl. zur Rechtslage in Deutschland: Richtlinienentwurf (FN 75), Art. 1 Abs. 2.

81 Vgl. Art. 7, 8, 14, 32 ff., 64 ff. des (neuen) Kotierungsreglements der Schweizer Börse.

82 Allgemein ALAIN HIRSCH, Le droit boursier et le droit des sociétés, SZW 1995, 228 ff., insb. Nr. 23 ff. zur denkbaren Neuinterpretation gesellschaftsrechtlicher Normen aufgrund des Börsenrechts; PATRICK ANDREAS HUSER, Anlegerschutz durch Unternehmenspublizität, Diss. Zürich 1994, 58 ff.; FRIEDRICH KÜBLER, Gesellschaftsrecht versus Kapitalmarktrecht – zwei Ansätze? SZW 1995, 223 ff., 224.

werden kann. Im weiteren schaden stille Reserven dem Aktionär, der riskiert, seine Titel zu billig weiterzuveräußern. Zu kritisieren sind in diesem Bereich auch die praktisch fehlenden Vorschriften über die konsolidierte Rechnung (Art. 663g II OR – anders im Bereich der kotierten Gesellschaften⁸³), wenn auch in der Praxis Mängel selten sind. Weil an die Konzernrechnung keine Steuerfolgen anknüpfen – und damit der diesbezügliche Anreiz zur Bildung von stillen Reserven entfällt – geben Konzernrechnungen in der heutigen Rechtswirklichkeit in aller Regel die Vermögens- und Ertragssituation eines Konzerns korrekt wieder.

Dem Schutz der Investoren dienen auch die Vorschriften über die Handlungspflichten der Organe (speziell Art. 717 und 728 ff. OR) und die Möglichkeit der Verantwortlichkeitsklage (Art. 754 ff. OR) bei Verletzung dieser Vorschriften.

3. Prospektpflicht zur Verbesserung von Transparenz

Neben den ungenügenden Rechnungslegungsvorschriften für nicht kotierte Gesellschaften ist damit im Bereich des Gesellschaftsrechts vor allem die Informationspflicht der Emittenten (Art. 696 ff. für Aktionäre, Art. 697h OR für Gläubiger) nur sehr schwach ausgestaltet. Weitergehende Informationspflichten bestehen nur bei der Begebung von Aktien und Obligationen an ein grösseres Publikum. Die in Art. 652a OR (wegen 1156 OR auch auf Obligationen anwendbar) geforderten Angaben lösen im internationalen Vergleich allerdings höchstens Heiterkeit aus. Völlig anders präsentiert sich auch hier die Lage für die kotierten Gesellschaften.⁸⁴

Informationspflichten nach der Begebung neuer Titel fehlen im Gesellschaftsrecht; sie wurden allerdings für kotierte Unternehmen nun eingeführt.⁸⁵ Von diesen Pflichten sind Unternehmen, deren Titel nicht an der Börse gehandelt werden, aber nicht betroffen.

Einen gewissen Ausgleich für die mangelhafte Prospektpflicht schafft Art. 752 OR, der eine Haftung auch für Angaben statuiert, die im Rahmen einer Emission freiwillig gemacht werden.⁸⁶ Es fehlt hier allerdings auch wieder eine "class action" (vgl. D.IV.7 oben): Klagen nach Art. 752 OR sind nämlich unter anderem deshalb selten, weil der Schaden des einzelnen Investors oft sehr gering ist.

4. Strafrecht

Anwendbar könnten hier im Falle, dass der Emittent falsche Angaben macht, je nach den weiteren Umständen folgende Bestimmungen sein: Art. 146 StGB (Betrug⁸⁷), Art. 152 (unwahre Angaben über kaufmännische Gewerbe),⁸⁸ 153 (unwahre Angaben gegenüber Handelsregisterbehörden), 161^{bis} (Kursmanipulation), 163 ff. (Konkursdelikte), 251 (Urkundenfälschung⁸⁹) sowie 253 StGB (Erschleichung einer falschen Beurkundung).

5. Fazit

Dem Emittenten kann das Kapitalmarktrecht nur generelle (nicht individualisierte) Informationspflichten auferlegen.

Diese sind im heutigen Schweizer Recht (ausserhalb der kotierten Titel, wo das neue Kotierungsreglement drastische Verbesserungen bringen wird) ungenügend, einerseits bezüglich Menge (nur minimale Angaben werden im Prospekt verlangt), andererseits bezüglich Qualität der Information (Rechnungslegungsvorschriften). Im weiteren betreffen die Informationspflichten nur Emittenten von Wertpapieren, nicht aber die Anbieter von Derivaten⁹⁰ oder anderen Kapitalanlagen. Eine Pflicht zur Information während der Laufzeit einer Anlage fehlt völlig.

Eine Ausdehnung dieser Pflicht ist deshalb unproblematisch, weil Emittenten die Informationen von allen Beteiligten am günstigsten "produzieren" können: Zwar ist die Produktion eines ausführlichen Prospektes auch mit Kosten verbunden, die aber immer noch wesentlich geringer sind, als wenn die Information über einen Emittenten von Analysten der Intermediäre oder gar von den Investoren selbst aufbereitet werden müssen.

Für die Bemessung des konkreten Umfangs der zu vermittelnden Information muss folgendes gelten: Durch Vorschriften, mit denen Emittenten gezwungen werden, Informationen zu vermitteln, profitieren vor allem professionelle Marktteilnehmer und institutionelle Investoren. Kleinanleger haben entweder keine Zeit, die gebotenen Informationen zu verarbeiten, oder sie verstehen sie nicht. Vorschriften, die beim Emittenten ansetzen, verbessern damit auf den ersten Blick nur die Situation von institutionellen Anlegern.⁹¹

Nun kann sich eine Rechtsordnung allerdings darauf beschränken, die Informationspflicht zu stipulieren, ohne

83 Vgl. Art. 67 des Kotierungsreglementes der Schweizer Börse.

84 Vgl. Art. 32 ff. und Anhang I des Kotierungsreglementes, der auf detaillierte Regeln von Anhang II zum Kotierungsreglement verweist (Abs. 2), sowie das "true-and fair-view-Prinzip" statuiert (Abs. 3 i.V.m. Art. 66).

85 Vgl. Art. 72 des Kotierungsreglementes und die zugehörigen Erläuterungen

86 Vgl. OR-WATTER, N 4 zu Art. 752.

87 Vgl. BGE 120 IV 122 und Anmerkungen dazu von MARCEL NIGGLI/ROLF WATTER, in AJP/PJA 1994, 1329 ff. ("Fall TransKB"). Das BGer. bezeichnete hier die Verwendung eines inhaltlich falschen Prospektes als arglistig und nahm eine Schädigung der Ersterwerber der Papiere an, da sie wertmässig nicht das erhielten, was ihnen im Prospekt versprochen wurde. Weniger klar ist die Situation bei Manipulationen am Sekundärmarkt.

88 Die hier verlangte "öffentliche Bekanntmachung" liegt vor, sobald ein grösserer Kreis bestimmter oder unbestimmter Personen angesprochen wird, also z.B. bei einem Prospekt (vgl. JÖRG REHBERG/NIKLAUS SCHMID, Strafrecht III, 6.A. Zürich 1994, 201 f.).

89 Vgl. FN 87, den Fall Trans KB. Ein freiwilliger Prospekt sowie die Bilanz sind als Urkunden i.S.v. Art. 110 Ziff. 5 StGB zu qualifizieren, nicht aber ein Geschäftsbericht.

90 Vgl. allerdings OR-WATTER, N 3 zu Art. 752 und N 2 f. zu Art. 1156.

91 Vgl. hierzu auch WERLEN (FN 1), 273, der zu Recht festhält, dass im sogenannten direkten Kapitalmarktrecht von einer Gleichbehandlung der Anleger ausgegangen werde.

sich darum zu kümmern, ob Kleinanlegern die Information nützt. Wenn man nämlich unterstellt, dass die professionellen Marktteilnehmer mithelfen, den Kurs dem "richtigen" Wert anzunähern (was man wohl ohne weiteres kann), können Kleinanleger auf dem Sekundärmarkt investieren und darauf vertrauen, dass die professionellen Marktteilnehmer die Informationen absorbiert haben und gleichsam für ihn – den Kleinanleger – auf die einfachste Form, nämlich auf einen richtigen Preis gebracht haben.⁹² Ähnliche Überlegungen lassen sich für den Primärmarkt anstellen, falls dort eine gewisse Gleichbehandlung zwischen professionellen Anlegern und Kleinanlegern erreicht wird.

D. Ergebnis

I. Mangelndes Konzept und denkbare Remedur

Das schweizerische Kapitalmarktrecht schützt Investoren ohne klares Konzept. Gewisse Produkte, gewisse Intermediäre und gewisse Emittenten werden reguliert, die Intensität der Regulierung zeigt manchmal ein erstaunliches Gefälle.

Dieses "Patchwork" könnte am besten so in taugliches Konzept umgegossen werden, dass der Investorenschutz von den in diesem Artikel aufgezeigten denkbaren Regulierungsstufen sich auf diejenige des Emittenten und der Intermediäre konzentriert und einen sauberen Sekundärmarkt sicherstellt:

a. Bei den *Emittenten* ist dabei nicht deren Qualität sicherzustellen, sondern es ist vorzusehen, dass Emittenten als diejenigen, die über sich und die ihre Anlagen am kostengünstigsten informieren können, diese Information auch wirklich erbringen.

Konkret heisst das, dass Art. 652a und 1156 OR revidiert und erweitert werden müssten – gleichzeitig sind für Emittenten, die sich an den "Markt" bzw. die "Öffentlichkeit" wenden, die Rechnungslegungsvorschriften zu verschärfen. Praktisch müsste sich die Lösung zwischen der jetzigen Regelung und den Anforderungen an einen Börsenkotierungsprospekt bewegen. Auch müssen die Emittenten von allen Arten von Produkten erfasst werden, nicht nur die Emittenten von Wertpapieren. Um diese Vorschriften auch durchsetzen zu können, wäre eine "class action" sinnvoll, nachdem unsere Rechtsordnung richtigerweise auf eine behördliche Kontrolle der Prospekte verzichtet.⁹³

b. Bei den *Intermediären* hat sich der Gesetzgeber einerseits darauf zu konzentrieren, dass Investoren bei finanziellen Schwierigkeiten der Intermediäre nicht zu Schaden kommen.

Wünschbar wäre diesbezüglich eine Ausdehnung der Vorschriften von Art. 16 und 37b BankG auf alle Arten von Intermediären, inkl. Personen, die als Treuhänder agieren.⁹⁴ Denkbar ist auch, Vorschriften, die finanzielle Schwierigkeiten von Banken und Brokern überhaupt verhindern wol-

len (in abgeschwächter Form), auch auf andere Intermediäre auszudehnen.

Da Intermediäre im Gegensatz zu den Emittenten – denen die "allgemeine Information" auferlegt wird – den Investor auch individuell beraten, ist andererseits die Qualität solcher individuellen Beratung sicherzustellen.

Dies kann durch Vorschriften geschehen, die eine einwandfreie Geschäftsführung sicherstellen, und es ist in diesem Bereich wieder zu fragen, ob solche Vorschriften nicht auch auf andere Intermediäre auszudehnen sind. Für die Gerichte muss klar sein, dass dort, wo Beratung geschuldet ist, eine Schlechtberatung Ersatzpflichten auslösen muss.

c. Im Bereich des *Sekundärmarktes* sind Regulierungen sinnvoll, die einen sauberen Markt sicherstellen, u.a. Kursmanipulationen⁹⁵ und Insiderhandel verbieten. Die Garantie eines sauberen Marktes ist aber primär über eine Kontrolle der Marktteilnehmer zu erreichen.

Bei einem solchen Konzept wären dann die Vorschriften, die einzelnen Klassen von Investoren Beschränkungen auferlegen und die Qualität von Produkten regulieren, ersatzlos zu streichen.

Dies würde etwa Art. 513 Abs. 2, zweiter Satzteil OR betreffen.

II. Differenzierung nach Art der Investoren?

Das schweizerische Kapitalmarktrecht hat bisher kaum zwischen verschiedenen Anlegergruppen differenziert.⁹⁶ Eine Ausnahme bildet Art. 2 II AFV, der besagt, dass die Aufsichtsbehörde Erleichterungen für einen Anlagefonds vorsehen kann, wenn sich ein Fonds ausschliesslich an professionelle Anleger wendet, ferner Art. 11 II BEHG, der eine Pflichterfüllung nach Kundenkenntnissen erlaubt.

Eine gleichsam "verkehrte" Ausnahme leistet sich die Bankiervereinigung, die in der Konvention XIX gewisse Mehrinformationen gegenüber der allgemeinen Prospektspflicht für Investoren vorsieht, die für mehr als CHF 10000.– in Notes investieren können!⁹⁷

92 Im Ergebnis ähnlich ZUFFEREY (FN 5), N 623.

93 Im Gegensatz zum amerikanischen und japanischen Recht, vgl. WATTER (FN 64); 53.

94 Vgl. hierzu WATTER (FN 68), Nr. 103.

95 Vgl. etwa ZUFFEREY (FN 5), N 761 ff.; allgemein ferner ROLF WATTER, Kursmanipulationen am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, SZW 1990, 193 ff.; MARC JEAN-RICHARD, Handelsinszenierungen zur Kursmanipulation am Kapitalmarkt (aus der Sicht des Strafrechters), SZW 1995, 259 ff.; ferner generell NIKLAUS SCHMID, Entwicklungen auf dem Gebiete des schweizerischen Börsenstrafrechts, FS zum schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 55 ff.

96 Vgl. etwa WERLEN (FN 1), 271; ZUFFEREY (FN 5), N 600 ff.

97 Früher lag diese Grenze gar bei CHF 50000.–.

