

Franca Contratto\*

# Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte nach Art. 5 KAG

## Pandorabüchse oder wirksame Anlegerschutzmassnahme?

### Inhaltsübersicht

- I. Ausgangslage
- II. Die Neuerungen von Art. 5 KAG im Überblick
- III. Offene Rechtsfragen und praktische Probleme
  1. Geltungsbereich
    - 1.1 Strukturierte Produkte
    - 1.2 Öffentlich angebotene Produkte
    - 1.3 Kotierte und nicht kotierte Produkte
  2. Prospektpflicht
    - 2.1 Konkretisierungsbedarf auf Selbstregulierungsebene
    - 2.2 Inhalt, Umfang und Sprache
    - 2.3 Zeitpunkt und Modalitäten der Verbreitung
  3. Normkollisionen und Abgrenzungsfragen
  4. Prospekthaftung
- IV. Würdigung

## I. Ausgangslage

Der schweizerische Markt für strukturierte Produkte hat sich über einen längeren Zeitraum von einem primär auf institutionelle Anleger ausgerichteten Nischensegment zu einem Massengeschäft mit beträchtlichem Wertschöpfungspotential für den Finanzplatz Schweiz entwickelt. Strukturierte Produkte entsprechen heute einem ausgewiesenen Anlegerbedürfnis und spielen im Vermögensverwaltungsgeschäft eine sehr bedeutende Rolle<sup>1</sup>.

Verschiedene Faktoren trugen dazu bei, dass in der Schweiz nach und nach die Frage hinsichtlich einer angemessenen Regulierung strukturierter Produkte und

ihrer Anbieter aufgeworfen wurde. Zum einen war die Transparenz auf den Märkten teilweise unzureichend, weil sich dem geltenden Recht keine einschlägigen Standards zur Anlegerinformation bei strukturierten Produkten entnehmen liessen und die Finanzinstitute in diesem «rechtsfreien» Raum sehr unterschiedlich agierten<sup>2</sup>. Zum anderen führte die fast unüberschaubar gewordene Vielfalt und Komplexität von strukturierten Produkten zu einer wachsenden Verunsicherung des Anlegerpublikums, zumal zahlreiche Anleger während der Börsenbaisse schmerzhaft Verluste erlitten hatten. Schliesslich gingen Finanzinstitute vermehrt dazu über, strukturierte Produkte aufzulegen, deren ökonomische Funktionsweise zumindest ansatzweise an Anlagefonds erinnerte<sup>3</sup>.

Die EBK reagierte im Juni 2005 mit der Publikation eines höchst umstrittenen Positionspapiers zur rechtlichen Einordnung von strukturierten Produkten<sup>4</sup>, dessen Kernaussagen in den bundesrätlichen Entwurf zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) einflossen<sup>5</sup>. Nach längerem, heftigem Tauziehen zwischen Finanzindustrie und Verwaltung kristallisierte sich schliesslich eine *Kompromisslösung* zur Regulierung von strukturierten Produkten heraus, welche am 23. Juni 2006 im Rahmen der Schlussabstimmung zum

\* Dr. iur. Franca Contratto, Rechtsanwältin, Zürich. Die Autorin hat eine Dissertation mit dem Titel «Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht» an der Universität Freiburg verfasst, welche im Juni 2006 publiziert wurde (vgl. FN 12).

<sup>1</sup> Gemäss Statistischem Monatsheft August 2006 der SNB betragen die Bestände an strukturierten Produkten von in- und ausländischen Depotinhabern Ende Juni 2006 CHF 240 Mrd. Davon stammen CHF 99 Mrd. von Privatkunden, CHF 21 Mrd. von kommerziellen Kunden und CHF 120 Mrd. von institutionellen Anlegern. Zum Markt für strukturierte Produkte vgl. MICHAEL GREGOR BÜHLER, Die Bedeutung strukturierter Produkte für Banken, Swiss Finance Institute Nr. 286, Bern 2005; STEFFEN TOLLE/BORIS HUTTER/PATRICK RÜTHEMANN/HANSPETER WOHLWEND, Strukturierte Produkte in der Vermögensverwaltung, Zürich 2005.

<sup>2</sup> Zu dieser Problematik vgl. nachfolgend Ziff. II.

<sup>3</sup> Fondsähnlichkeit kann bei strukturierten Produkten z.B. dann vorliegen, wenn die dem Produkt zugrunde liegenden Basiswerte (z.B. ein Aktienportfolio) aktiv bewirtschaftet werden («aktiv verwaltete Zertifikate»).

<sup>4</sup> Positionspapier der Eidg. Bankenkommission betreffend Geltungsbereich des AFG – strukturierte Produkte und andere Finanzvehikel vom 27. April 2005, veröffentlicht am 16. Juni 2005 (<[http://www.ebk.admin.ch/d/archiv/2005/20050616/050616\\_02\\_d.pdf](http://www.ebk.admin.ch/d/archiv/2005/20050616/050616_02_d.pdf)>). Die dazu eingereichten Stellungnahmen sind leider nicht öffentlich zugänglich. Für kritische Stimmen aus der Presse vgl. aber etwa o.V., «Gezerre um Regulierung strukturierter Produkte», NZZ vom 26. September 2005, 22.

<sup>5</sup> Vgl. Art. 5 E-KAG. Botschaft und Text des E-KAG wurden am 23. September 2005 vorab elektronisch publiziert (<<http://www.efd.admin.ch/d/dok/medien/medienmitteilungen/?lang=de&id=397>>). Die amtliche Veröffentlichung erfolgte am 5. November 2005 (BBl 2005 6395 ff. [Botschaft], 6507 ff. [Gesetzesentwurf]).

Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom Parlament verabschiedet wurde<sup>6</sup>.

Im Zentrum der rechtspolitischen Überlegungen stand stets die adäquate Information der Anlegerinnen und Anleger<sup>7</sup>. Eigentliches Kernstück der in Art. 5 KAG verankerten Regulierung für strukturierte Produkte stellt deshalb der *vereinfachte Prospekt* dar, der interessierten Anlegerinnen und Anlegern kostenlos zur Verfügung gestellt werden muss. Im Zusammenhang mit dieser neuen Form der Anlegerinformation für strukturierte Produkte<sup>8</sup> stellen sich zahlreiche Rechtsfragen, auf welche diese Publikation aufmerksam machen möchte. Sie entwickelt ausserdem Ansätze zur Lösung von Problemen, welche bei der praktischen Umsetzung von Art. 5 KAG zu erwarten sind.

## II. Die Neuerungen von Art. 5 KAG im Überblick

Art. 5 KAG ist der Verbesserung des Anlegerschutzes auf dem Markt für strukturierte Produkte verpflichtet. Die neue Regelung sieht deshalb zum einen vor, dass strukturierte Produkte nunmehr dann in der Schweiz oder von der Schweiz aus öffentlich angeboten werden dürfen, wenn diese durch beaufsichtigte Finanzintermediäre wie Banken, Effektenhändler und Versicherungen ausgegeben, garantiert oder vertrieben werden<sup>9</sup>. Zum anderen wird der öffentliche Vertrieb strukturierter Produkte von der Erstellung eines vereinfachten Prospekts abhängig gemacht<sup>10</sup>. Zum *vereinfachten Prospekt* äussert sich Art. 5 KAG wie folgt:

<sup>2</sup>Der vereinfachte Prospekt muss folgende Anforderungen erfüllen:

- Er beschreibt gemäss einem genormten Schema die wesentlichen Merkmale des strukturierten Produkts (Eckdaten), dessen Gewinn- und Verlustaussichten, sowie die bedeutenden Risiken für die Anlegerinnen und Anleger.
- Er ist für die Durchschnittsanlegerin und den Durchschnittsanleger leicht verständlich.

<sup>6</sup> Vgl. Art. 5 KAG. Der Schlussabstimmungstext wurde am 4. Juli 2006 publiziert (BB1 2006 5805 ff.). Das KAG wird voraussichtlich am 1. Januar 2007 in Kraft treten. Am 21. Juli 2006 hat die EBK die in ihrem Positionspapier (FN 4) niedergeschriebene Praxis unter Hinweis auf die Verabschiedung von Art. 5 KAG per sofort widerrufen (vgl. <[http://www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20060721/20060721\\_01\\_d.pdf](http://www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20060721/20060721_01_d.pdf)>).

<sup>7</sup> Zur ausreichenden Information der Anleger als Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit der Märkte vgl. HOLGER FLEISCHER, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, Habil. Köln 1998/1999, München 2001, 121 ff., 548 ff.; ROLF WÄTTER, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, AJP 1997, 272; THOMAS WERLEN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutzrecht?, SZW 1995, 272 f.; JEAN-BAPTISTE ZUFFEREY, (Dé-, re, sur- auto-, co-, inter-) réglementation en matière bancaire et financière, Thèses pour un état des lieux en droit suisse, ZSR 123 (2004) II, 552.

<sup>8</sup> Zur Abgrenzung vom vereinfachten Prospekt für Effektenfonds vgl. nachfolgend III. Ziff. 2.2.

<sup>9</sup> Art. 5 Abs. 1 lit. a KAG.

<sup>10</sup> Art. 5 Abs. 1 lit. b KAG.

- Er weist darauf hin, dass das strukturierte Produkt weder eine kollektive Kapitalanlage ist noch der Bewilligung der Aufsichtsbehörde untersteht.

<sup>3</sup>Der vereinfachte Prospekt ist jeder interessierten Person bei Emission des Produkts beziehungsweise bei Vertragsabschluss kostenlos anzubieten.

<sup>4</sup>Das Prospekterfordernis von Artikel 1156 des Obligationenrechts gilt in diesem Fall nicht.

Neu und bemerkenswert an dieser Regelung ist nicht die Eingrenzung der Anbieter von strukturierten Produkten auf prudentiell beaufsichtigte Institute<sup>11</sup>, sondern vielmehr die klare Statuierung einer *Prospektpflicht* für strukturierte Produkte. Anerkanntermassen klafft im geltenden Recht diesbezüglich eine Lücke mit gravierenden Konsequenzen<sup>12</sup>: Für nicht kotierte strukturierte Produkte besteht de lege lata nur dann eine (indirekte) Prospektpflicht, wenn die Emission durch ein Derivathaus ohne Banklizenz erfolgte<sup>13</sup>. Zwar lassen sich in der Schweiz schon heute Ansätze einer *best practice* zur Erstellung von Prospekten für emissionsweise geschaffene Derivate feststellen, doch sind die jeweiligen Prospekte hinsichtlich Qualität, Inhalt und Umfang höchst unterschiedlich. So betrachtet, schafft Art. 5 KAG erstmals rechtlich verbindliche Vorgaben für die Anlegerinformation bei strukturierten Produkten und ist daher für die Bankpraxis von besonderer Bedeutung.

## III. Offene Rechtsfragen und praktische Probleme

### 1. Geltungsbereich

#### 1.1 Strukturierte Produkte

Nach heutiger Verkehrsauffassung spricht man dann von einem strukturierten Produkt<sup>14</sup>, wenn ein tradi-

<sup>11</sup> Art. 2 lit. d BEHG unterstellt die Schaffung und das öffentliche Angebot von Derivaten nämlich bereits heute als Effektenhändlerstätigkeit dem BEHG. Vgl. dazu hinten, III. Ziff. 3. Art. 5 KAG ist insofern liberaler als das geltende Recht, als für das Emissionsgeschäft mit strukturierten Produkten nicht mehr zwingend eine Effektenhändlerbewilligung eingeholt werden muss. Eine Lizenz als Bank oder Versicherung ist ausreichend.

<sup>12</sup> Siehe dazu neustens LIONEL AESCHLIMANN/LUCIA GOMEZ RICHÀ, Quel prospectus pour les produits structurés?, Banque & Finance, Mai-Juni 2006, 56 (<<http://www.banque-finance.ch/numeros/79/56.pdf>>). Für eine detaillierte Analyse mit weiterführenden Hinweisen vgl. FRANCA CONTRATTO, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Analyse de lege lata und Vorschläge de lege ferenda unter besonderer Berücksichtigung der Anlegerinformation bei Warrants und strukturierten Produkten, Diss. Freiburg i.Ue. 2006 (=AISUF Bd. 251), Zürich/Basel/Genf 2006, 269 ff.

<sup>13</sup> Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV e contrario. Andernfalls läge eine unerlaubte Entgegennahme von Publikumsgebern im Sinne von Art. 1 Abs. 2 BankG vor. Vgl. dazu hinten, III. Ziff. 3. Da die Mehrheit der in der Schweiz tätigen Derivathäuser neben einer Effektenhändlerzulassung auch über eine Banklizenz verfügt, dürfte die praktische Bedeutung dieser (indirekten) Prospektpflicht hingegen relativ klein sein.

<sup>14</sup> Diese werden etwa auch als kombinierte Produkte, kombinierte Anlageinstrumente, hybride Finanzinstrumente, Hybride oder

tionelles Anlageinstrument, wie etwa eine Anleihe oder eine Aktie, wirtschaftlich und rechtlich so mit einem Derivat verbunden wird, dass aus dieser Kombination ein neues Finanzprodukt entsteht<sup>15</sup>. Strukturierte Produkte sind der grossen Klasse der *Derivate* zuzuordnen, welche sich ihrerseits durch das ökonomische Merkmal der Wertabhängigkeit von einem Basiswert (*underlying*) auszeichnen<sup>16</sup>. Sofern strukturierte Produkte zum massenweisen Handel geeignet sind, liegen *Effekten* i.S.v. Art. 2 lit. a BEHG vor<sup>17</sup>.

Es kann nicht verhehlt werden, dass der Begriff der strukturierten Produkte an einer gewissen Konturlosigkeit leidet. Es ist daher nachvollziehbar, dass der Gesetzgeber auf eine Legaldefinition verzichtet und sich stattdessen für eine beispielhafte Aufzählung von strukturierten Produkten entschieden hat. Der Wortlaut von Art. 5 KAG erwähnt kapitalgeschützte Produkte, Produkte mit Maximalrendite und Zertifikate. Die vom Gesetzgeber gewählte Klassierung strukturierter Produkte ist zu begrüessen, basiert diese doch auf einer ökonomischen Analyse der Rendite-/Risiko-profile strukturierter Produkte, welche der heutigen Verkehrsauffassung der Schweizer Derivatbranche entspricht<sup>18</sup>. Derzeit ist davon auszugehen, dass sich die in der Schweiz öffentlich vertriebenen strukturierten Produkte mit wenigen Ausnahmen diesen drei Produktkategorien zuweisen lassen.

Schwierige *Abgrenzungsfragen* zu strukturierten Produkten dürften sich bei jenen Produkten ergeben, welche primär zum Zweck der (Fremd)Kapitalbeschaffung ausgegeben werden (z.B. Wandel- und Optionsanleihen, Exchangeables oder Mandatory Convertibles) oder bei welchen der Risikotransfer im Vordergrund steht (z.B.

Katastrophen-Derivate oder Credit-Linked-Notes)<sup>19</sup>. Rein ökonomisch betrachtet, könnte nämlich die Mehrheit dieser Instrumente als Produkte mit Kapitalschutz qualifiziert werden. Im Bereich der versicherungsähnlichen Risikotransfer-Instrumente wäre eine derart extensive Auslegung des Begriffs der strukturierten Produkte deshalb wenig gravierend, weil neu auch Versicherungsunternehmen strukturierte Produkte im Sinne von Art. 5 KAG emittieren dürfen. Finanzprodukte, die primär einen Finanzierungszweck für das emittierende Unternehmen erfüllen, werden jedoch häufig auch durch herkömmliche Handels- und Dienstleistungsunternehmen ausgegeben. Hier sollte die Aufsichtsbehörde mit einer angemessenen Praxis dafür sorgen, dass es diesen Marktteilnehmern auch ohne Bank-, Versicherungs- oder Effektenhändlerlizenz nach wie vor unbenommen ist, sich mittels innovativeren Finanzierungsformen Fremdkapital zu beschaffen. Sofern sichergestellt ist, dass der öffentliche Vertrieb durch ein prudentiell beaufsichtigtes Institut erfolgt, sind derartige Unternehmen jedoch ohnehin zur Emission von strukturierten Produkten zugelassen<sup>20</sup>. Da die Platzierung derartiger Finanzinstrumente durch im Finanzbereich tätige *lead manager* der geltenden Marktpraxis entsprechen dürfte, lässt sich dieses Rechtsproblem in der Praxis gut lösen. In beiden Fällen würde eine Subsumierung unter Art. 5 KAG jedoch dazu führen, dass anstelle des bisher jeweils verfassten, umfassenden Prospekts im Sinne von Art. 1156 OR nur ein vereinfachter Prospekt nach Art. 5 KAG erstellt werden müsste<sup>21</sup>.

In Bezug auf den Geltungsbereich der Regelung äusserst unbefriedigend ist, dass der Wortlaut von Art. 5 KAG nur strukturierte Produkte, *nicht* aber *Optionsscheine* (Warrants) erfasst. Angesichts der Tatsache, dass Optionsscheine nach wie vor rund 80% aller in der Schweiz öffentlich vertriebenen Derivate ausmachen, ist eine auf strukturierte Produkte beschränkte Regulierung nicht sinnvoll, zumal Warrants und deren exotische Abwandlungen oft risikoreicher sind als strukturierte Produkte. Für die bestehenden Regulierungslücken im Bereich der Emission von Warrants bietet Art. 5 KAG keine Lösung an, was aus Anlegerschutzgründen sehr zu bedauern ist.

strukturierte Optionen bezeichnet. Die Begriffsverwendung ist äusserst uneinheitlich.

<sup>15</sup> Zur Definition strukturierter Produkte vgl. statt Vieler TOLLE/HUTTER/RÜTHEMANN/WOHLWEND (FN 1), 89 f.; Urs EMCH/HUGO RENZ/RETO ARPAGAU, Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl., Thun 2004, N 1722; FRANÇOIS RAYROUX, Les Produits Structurés, Publications du Centre de droit bancaire et financier, Journée 2005 de droit bancaire et financier, Genf/Zürich/Basel 2006, 39 ff., 44; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Zürich 2004, N 569 ff.

<sup>16</sup> Vgl. dazu etwa die Legaldefinition von Derivaten in Art. 5 BEHV. Als Basiswert von Derivaten kommt grundsätzlich alles in Frage, wofür regelmässig Kurse zustande kommen. Vielfach dienen Aktien, Edelmetalle und Rohstoffe oder abstrakte Referenzsätze wie Zinsen und Indizes als Basiswerte von Derivaten.

<sup>17</sup> Vgl. dazu CONTRATTO (FN 12), 159 ff., insbes. 161.

<sup>18</sup> Der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte (SVSP) hat hierzu eine «*Swiss Listed Derivatives Map*» entworfen (<<http://www.warrants.ch/definitionen/pics/Swiss%20Listed%20Derivative%20Map.pdf>>). Diese Typologie von strukturierten Produkten wurde an der SWX Swiss Exchange schon vor einigen Jahren eingeführt. Siehe diesbezüglich die Mitteilung der Zulassungsstelle Nr. 10/2002 vom 16. September 2002 (<[http://www.swx.com/download/admission/regulation/notices/2002/notice\\_200210\\_de.pdf](http://www.swx.com/download/admission/regulation/notices/2002/notice_200210_de.pdf)>).

<sup>19</sup> Zur rechtlichen Einordnung dieser Produkte vgl. CONTRATTO (FN 12), 199 ff. (Instrumente mit dem Zweck der Kapitalbeschaffung), 211 ff. (Risikotransfer-Instrumente).

<sup>20</sup> Dies ergibt sich aus der Formulierung von Art. 5 Abs. 1 lit. a KAG («[...] ausgegeben, garantiert oder vertrieben» [Hervorhebung beigefügt]).

<sup>21</sup> Es fragt sich, ob dieser Effekt vom Gesetzgeber effektiv gewünscht war, lassen sich doch gerade versicherungsähnliche Finanzprodukte, aber auch Exchangeables und Mandatory Convertibles aufgrund ihrer Komplexität und der mangelnden Standardisierung nur schlecht in kurzgefassten Dokumenten umschreiben. Aus Anlegerschutzgründen erscheint hier ein umfassender Prospekt sinnvoller.

## 1.2 Öffentlich angebotene Produkte

Für den Geltungsbereich von Art. 5 KAG entscheidend ist sodann, ob ein strukturiertes Produkt Gegenstand eines öffentlichen Angebots bildet<sup>22</sup>. Der Gesetzgeber stellt damit auf einen bewährten Regulierungsansatz ab, welcher Platzierungen bei einem eng begrenzten Personenkreis aufgrund des reduzierten Anlegerschutzbedürfnisses von gewissen Regulierungsmassnahmen ausnimmt<sup>23</sup>. Obwohl dieser Ansatz im Grundsatz zu begrüssen ist, wirft der vom Gesetzgeber verwendete Begriff des «öffentlichen Angebots» einige Probleme auf:

- Höchst fragwürdig ist, dass dieser unbestimmte Rechtsbegriff weder in Art. 5 KAG noch in der dazugehörigen Verordnung des Bundesrates konkretisiert wird. Kriterien, welche den Geltungsbereich einer Norm abgrenzen, sollten schon aus Gründen der Rechtssicherheit stets durch den Gesetz- bzw. den Verordnungsgeber definiert werden. Es wäre daher sinnvoll, den in Art. 5 Abs. 1 KAG verwendeten Begriff des «öffentlichen Angebots» auf Verordnungsstufe (KAV) durch einen *Verweis* auf die in Art. 3 KAG verankerte *Definition der «öffentlichen Werbung»* zu konkretisieren. Diese Bestimmung stellt die modernste Fassung des Öffentlichkeitsbegriffs dar, den das schweizerische Finanzmarktrecht derzeit zu bieten hat, und sie weist den entscheidenden Vorzug auf, dass sie die seit langem geforderte Differenzierung zwischen Anlegern mit unterschiedlichem Schutzbedürfnis einführt<sup>24</sup>. Es gilt, diesen modernen Regulierungsansatz nicht nur bei kollektiven Kapitalanlagen, sondern gerade auch bei strukturierten Produkten zu implementieren. Noch besteht die Möglichkeit, diese Problematik auf Stufe der KAV relativ elegant zu lösen. Es ist deshalb sehr zu hoffen, dass die Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates (WAK-N), welche den Verordnungsentwurf im Anschluss an die kommende Herbstsession kritisch prüfen wird, auf eine entsprechende Ergänzung der KAV hinwirkt.

- Im Weiteren ist zu befürchten, dass auch im Bereich strukturierter Produkte die zwar oft kritisierte, von der EBK aber stets wieder angewendete, «*magische Zahl 20*» zur Anwendung kommen wird<sup>25</sup>. Angesichts der heutigen Distributionsmethoden für Finanzprodukte, welche sich durch eine zunehmende Intermediarisierung sowie eine wachsende Bedeutung elektronischer Medien auszeichnen, dürfte es jedoch kaum mehr angemessen sein, die quantitative Schwelle zum öffentlichen Angebot nach wie vor derart tief anzusetzen. Immerhin liegt nach der EU-Prospektrichtlinie ein öffentliches Angebot erst dann vor, wenn Finanzprodukte an mehr als 100 natürliche Personen in einem Mitgliedstaat vertrieben werden<sup>26</sup>. Es ist nicht einzusehen, weshalb die Schweizer Anleger ein erhöhtes Schutzbedürfnis aufweisen, als EU-Bürgerinnen und -Bürger. Der Schwellenwert sollte daher im Rahmen der Totalrevision des EBK-RS 03/1, welche aufgrund der Inkraftsetzung von KAG bzw. KAV ohnehin erforderlich sein wird, angemessen erhöht werden. Der in der EU geltende Schwellenwert sollte hier als Richtschnur dienen.

## 1.3 Kotierte und nicht kotierte Produkte

Der Gesetzgeber äussert sich nicht explizit dazu, ob die in Art. 5 KAG statuierten Regulierungsmassnahmen gleichermassen für kotierte wie für nicht kotierte strukturierte Produkte gelten. Da die Regelung jedoch auf alle öffentlichen Angebote von strukturierten Produkten Anwendung findet, ist davon auszugehen, dass konsequenterweise auch kotierte Produkte der Regelung von Art. 5 KAG unterstehen<sup>27</sup>.

In praktischer Hinsicht stellt sich die Frage, welche Auswirkungen die veränderte Rechtslage auf die heu-

<sup>22</sup> Art. 5 Abs. 1 KAG.

<sup>23</sup> Der umstrittene Begriff des «öffentlichen Angebots» entstammt ursprünglich dem OR (Art. 652a OR, Art. 1156 Abs. 1 OR) und findet sich heute in verschiedenen Erlassen wieder (AFG bzw. KAG, BEHG, BankG). Seit jeher kontrovers ist, ob der einst vom BGer (BGE 107 Ib 365) zur Abgrenzung zwischen Privatplatzierung und öffentlicher Emission definierte Schwellenwert von 20 Investoren den heutigen Verhältnissen nach wie vor angepasst ist. Während die Verwaltungspraxis noch immer darauf abstellt (EBK-RS 03/1, N 9), wird die «magische Zahl 20» in der Lehre zunehmend kritisiert. Vgl. MATTHIAS KUSTER, Zum Begriff der Öffentlichkeit und Gewerbmässigkeit im Kapitalmarktrecht, SZW 1997, 10 ff., insbes. 12, 14.

<sup>24</sup> Nach Art. 3 KAG, Satz 2, gilt Werbung dann nicht als öffentlich, «wenn sie sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger» richtet. Der Kreis der qualifizierten Anleger wird in Art. 10 Abs. 3 KAG definiert.

<sup>25</sup> Ohne nähere Begründung gehen FRÉDÉRIC H. LENOIR/OREN-OLIVIER PUDEK, Öffentliche Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung, AJP 2006, 990, davon aus, dass der «Begriff der öffentlichen Werbung im KAG relevant (sei) für strukturierte Produkte». Da in demselben Aufsatz der beiden EBK-Mitarbeiter, a.a.O., 985 f., der Schwellenwert von 20 Anlegern pro Geschäftsjahr als quantitatives Element des Öffentlichkeitsbegriffs mit Vehemenz verteidigt wird, besteht Grund zur Annahme, dass die EBK beabsichtigt, diese restriktive Praxis auch auf den Bereich der strukturierten Produkte auszudehnen.

<sup>26</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. d EU-Prospektrichtlinie (2003/71/EG). Zum Begriff des «öffentlichen Angebots» nach der EU-Prospektrichtlinie vgl. CHRISTOPH CRÜWELL, Die europäische Prospektrichtlinie, Auf dem Weg zu einem europäischen Kapitalmarkt, Die Aktiengesellschaft, 5/2003, 244 f.; UTA KUNOLD/MICHAEL SCHLITT, Die neue EU-Prospektrichtlinie, Inhalt und Auswirkungen auf das deutsche Kapitalmarktrecht, Betriebs-Berater 10/2004, 503.

<sup>27</sup> *E maiore minus* ist der börsenmässige Handel durchaus als Unterart des öffentlichen Vertriebs zu qualifizieren. Von ihrer Funktion her ist die Kotierung nämlich letztlich nichts anderes als eine modernere Variante der Erstplatzierung auf dem traditionellen Emissionsmarkt, ergänzt durch eine vom Anlegerpublikum als «Gütesiegel» wahrgenommene Triagefunktion der Zulassungsstelle der Börse. Vgl. dazu STEPHAN HEINZE, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, Diss. Halle 1999, München 1999, 5.

te bei einer Kotierung von strukturierten Produkten geltenden *Publizitätspflichten* hat. Wird für ein strukturiertes Produkt die provisorische Zulassung zum Handel an der SWX Swiss Exchange (SWX) beantragt, so ist nach geltendem Kotierungsreglement (KR) ein «*Kurzbeschrieb des Valors und des Emittenten*» einzu-reichen<sup>28</sup>. Die von der SWX hierfür entwickelten Musterformulare verlangen detaillierte Informationen zur Funktionsweise des strukturierten Produkts und zu den Emissionsbedingungen sowie einige zentrale Angaben über den Emittenten<sup>29</sup>. Da sich der vereinfachte Prospekt gemäss Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG im Wesentlichen auf die «Eckdaten» eines strukturierten Produktes beschränkt, dürfte der «Kurzbeschrieb» nach Art. 61 Abs. 2 KR den Anforderungen an den vereinfachten Prospekt bereits weitgehend gerecht werden. Jeweils explizit aufzunehmen wäre jedoch ein Hinweis darauf, dass das strukturierte Produkt weder eine kollektive Kapitalanlage ist noch der Bewilligung durch die Aufsichtsbehörde untersteht<sup>30</sup>.

## 2. Prospektpflicht

### 2.1 Konkretisierungsbedarf auf Selbstregulierungsebene

Mit Blick auf Inhalt und Umfang des vereinfachten Prospekts bleibt der Wortlaut von Art. 5 KAG äusserst vage. Trotz den engagierten Diskussionen, welche das Parlament zu dieser Bestimmung geführt hatte, lässt sich den Materialien keine Antwort darauf entnehmen, was unter den «Eckdaten» eines strukturierten Produkts zu verstehen ist. Auch der Text der bundesrätlichen Verordnung (KAV), welcher interessierten Kreisen Mitte Juli 2006 zur Konsultation unterbereitet wurde, bringt hierzu keine Klarheit<sup>31</sup>. Immerhin bestätigt der entsprechende Erläuterungsbericht des EFD jedoch frühere Verlautbarungen der EBK, wonach das in Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG erwähnte «genormte Schema» auf Selbstregulierungsebene zu konkretisieren sei<sup>32</sup>. Die Branche hat dies mit Erleichterung zur Kenntnis genommen, war doch teilweise befürchtet worden, die

Prospekte für strukturierte Produkte könnte durch allzu detailorientierte Ausführungsbestimmungen auf Verordnungsebene in ein wenig dynamisches und praxisuntaugliches Korsett gedrängt werden.

Die grösste *praktische Herausforderung* dürfte angesichts der Vielzahl involvierter Verbände<sup>33</sup> nun darin liegen, einheitliche, aussagekräftige und in der Praxis leicht umsetzbare Vorgaben für den vereinfachten Prospekt festzulegen. Um die Transparenz auf dem Markt für strukturierte Produkte zu verbessern, ist es unabdingbar, dass sich die Branche auf *einheitliche Standards* festlegt. Eine Erklärung zum aufsichtsrechtlichen Mindeststandard durch die zuständigen Aufsichtsbehörden (EBK/BPV) würde für flächendeckende Akzeptanz innerhalb der Branche sorgen und ein *level playing field* für sämtliche Anbieter von strukturierten Produkten gewährleisten. Die Einhaltung dieser Vorgaben wäre im Rahmen der jährlichen Prüfung durch die Revisionsgesellschaften *stichprobenweise zu überprüfen*<sup>34</sup>. Die Einführung einer routinemässigen Kontrolle von vereinfachten Prospekten durch die Aufsichtsbehörden wäre hingegen mit dem gesetzgeberischen Willen, strukturierte Produkte nicht dem KAG zu unterstellen, grundsätzlich unvereinbar.

### 2.2 Inhalt, Umfang und Sprache

Ausgehend von der groben Skizzierung in Art. 5 Abs. 2 KAG dürften folgende Angaben zum Mindestinhalt eines vereinfachten Prospekts für strukturierte Produkte gehören<sup>35</sup>:

- *Angaben über den Emittenten*: Zwar ist im Wortlaut von Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG nur von den «wesentlichen Merkmalen des strukturierten Produkts (Eckdaten)» die Rede. Dennoch gehören gewisse Angaben über den Emittenten zu jenen Informationen, welche für den Entscheid des Anlegers von

<sup>28</sup> Art. 61 Abs. 2 KR.

<sup>29</sup> Die Musterformulare für strukturierte Produkte können unter folgender Internetadresse heruntergeladen werden: <[http://www.swx.com/admission/regulation/forms/tentative\\_admission\\_de.html](http://www.swx.com/admission/regulation/forms/tentative_admission_de.html)>.

<sup>30</sup> Dies könnte z.B. in der vom Emittenten zu ergänzenden Rubrik «Beschreibungen der Bedingungen des Produkts, die in den übrigen Formularfeldern nicht abgebildet werden können» erfolgen.

<sup>31</sup> Der Entwurf der KAV samt zugehörigem Erläuterungsbericht wurde am 19. Juli 2006 veröffentlicht (<<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01045/index.html>>).

<sup>32</sup> Erläuterungsbericht KAV (FN 31), 6. Vgl. dazu auch die entsprechenden Äusserungen des Vizepräsidenten der EBK, Prof. Jean-Baptiste Zufferey, anlässlich der jährlichen EBK-Medienkonferenz vom 27. April 2006 (<[http://www.ebk.admin.ch/d/publik/refer/060427\\_Rererat\\_MK\\_ZUJ.pdf](http://www.ebk.admin.ch/d/publik/refer/060427_Rererat_MK_ZUJ.pdf)>).

<sup>33</sup> Neben der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) und der SWX Swiss Exchange betroffen sein dürfte auch der Verband der Unabhängigen Effekthändler (SVUE) sowie der Schweizerische Versicherungsverband (SVV). Ausserdem hat auch der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte (SVSP) in einem Pressecommuniqué angekündigt, dass er u.a. Empfehlungen erlassen und Verhaltensregeln sowie Branchenstandards definieren werde (<[www.svsp-verband.ch/download/Medienmitteilung\\_SVSP\\_DE.pdf](http://www.svsp-verband.ch/download/Medienmitteilung_SVSP_DE.pdf)>).

<sup>34</sup> Gemäss EBK/RS 04/2, N 3, wird die Einhaltung der als Mindeststandard anerkannten Selbstregulierung von dem Prüfgesellschaften im Rahmen der so genannten Aufsichtsprüfung nach Massgabe des EBK-RS 05/1, N 25 ff., geprüft. Die Pflichtprüfung kann mittels einer Prüfung, einer prüferischen Durchsicht oder einer Plausibilisierung erfolgen, wobei deren Ergebnisse in einem Prüfbericht festgehalten werden (EBK-RS 05/2).

<sup>35</sup> Erste Ideen zum Inhalt des vereinfachten Prospekts finden sich bei AESCHLIMANN/GOMEZ (FN 12), 57 f. sowie bei LUC THÉVENOZ, *Produits Structurés: Faut-il réglementer?*, Publications du Centre de droit bancaire et financier, Journée 2005 de droit bancaire et financier, Université de Genève, Genf/Zürich/Basel 2006, 68.

Bedeutung sein können<sup>36</sup>. Immerhin geht jeder Investor, der ein emissionsweise geschaffenes Derivat kauft, ein gewisses – wenn auch i.d.R. äusserst geringes – Emittentenrisiko ein<sup>37</sup>. In der von der Verwaltung vorgeschlagenen Fassung sieht Art. 3 Abs. 2 E-KAV deshalb vor, dass im vereinfachten Prospekt darauf hinzuweisen ist, falls ein strukturiertes Produkt nicht von einem prudentiell beaufsichtigten Finanzinstitut emittiert oder garantiert wird<sup>38</sup>. Die Angaben über den Emittenten sind der Übersichtlichkeit halber auf jene Informationen zu beschränken, die der Investor benötigt, um seine mit dem Kauf eines strukturierten Produkts verbundenen Rechte geltend zu machen. Dazu gehören sicherlich Firma und Sitz bzw. Anschrift des Emittenten sowie konzise Angaben dazu, über welche Informationskanäle die Anleger über allfällige Änderungen der Emissionsbedingungen orientiert werden. Erfolgt die Emission durch ein *special purpose vehicle* (SPV) im Ausland, so sind die entsprechenden Angaben jenes Finanzinstituts zu veröffentlichen, welches die Produkte in der Schweiz öffentlich vertreibt.

- **Etikettierungspflicht:** Um allfälligen Täuschungen des Anlegerpublikums vorzubeugen, sind die Emittenten von strukturierten Produkten dazu verpflichtet, in sämtlichen Verkaufsunterlagen und Veröffentlichungen – und damit auch im vereinfachten Prospekt – auf die Nichtunterstellung dieser Produkte unter das KAG und die fehlende Aufsicht durch die EBK hinzuweisen<sup>39</sup>.
- **Produkttyp und Funktionsweise:** Der eigentliche Kern des vereinfachten Prospekts besteht in einer verständlichen Beschreibung der Funktionsweise des strukturierten Produkts. Dazu gehören Schilderungen der Rückzahlungsmodalitäten und anschauliche Beschreibungen, wie sich die Werthaltigkeit des Produkts bei verschiedenen Marktszenarien (z.B. sinkende Kurse des Basiswerts) verhält. Da die Emittenten ihre Produkte aus Marketinggründen jeweils mit firmenspezifischen Produktnamen (*brands*) bezeichnen<sup>40</sup>, ist aus Transparenzgründen ein Hinweis auf den jeweiligen Produkttyp (z.B.

Discount-Zertifikat, Barrier Reverse Convertible) erforderlich.

- **Gewinn- und Verlustrisiken:** Dem vereinfachten Prospekt sollte ein risikobezogenes Rating des fraglichen strukturierten Produkts zu entnehmen sein. Gewisse Derivathäuser sind bereits dazu übergegangen, risikoorientierte Produktklassen zu definieren<sup>41</sup>. Renditemöglichkeiten und Verlustrisiken strukturierter Produkte lassen sich sodann auch durch Grafiken anschaulich darstellen. Ein zentraler Hinweis in jedem vereinfachten Prospekt muss dahingehend lauten, dass der Anleger das investierte Kapital bei sämtlichen Produkten ohne Kapitalschutzklausel im ungünstigsten Fall vollumfänglich verlieren kann. Bei Produkten mit Kapitalschutz sind umgekehrt präzise Angaben zum Ausmass des Kapitalschutzes erforderlich<sup>42</sup>. Durch entsprechende Aufklärung dringend zu vermeiden sind schliesslich falsche Renditeerwartungen seitens der Investoren<sup>43</sup>.
- **Beschreibung des Basiswerts:** Der Basiswert ist für die Preisentwicklung eines strukturierten Produkts absolut zentral. Der vereinfachte Prospekt hat daher den Basiswert detailliert zu beschreiben und darüber zu informieren, in welchen Abständen Kurse zustande kommen bzw. wo diese Kurse abgefragt werden können. Kommt für den Basiswert kein offizieller Kurs an einem geregelten Markt zustande, weil sich dieser nur durch rechnerische Vorgänge ermitteln lässt, so ist auf diesen Umstand besonders hinzuweisen und offen zu legen, wer den Kurs des Basiswerts kalkuliert.
- **Risikohinweis:** Teil des vereinfachten Prospekts ist schliesslich ein Hinweis auf die «bedeutenden Risiken» für die Anlegerinnen und Anleger (Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG). Hier sind inhaltliche Überschneidungen mit der in Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG

<sup>36</sup> Gl. M. AESCHLIMANN/GOMEZ (FN 12), 57.

<sup>37</sup> Bei den von Derivathäusern emissionsweise geschaffenen Produkten wird der Erlös der Emission in der Bilanz des Emittenten auf der Passivseite als Fremdkapital verbucht. Dem Anleger steht lediglich ein individuelles Forderungsrecht gegenüber dem Emittenten zu. Da im Unterschied zu vertraglichen Anlagefonds kein Aussonderungsrecht im Konkurs des Emittenten besteht, sind die Anleger dem vollen Erfüllungsrisiko ausgesetzt. Vgl. dazu eingehend EBK-Positionspapier (FN 4), 7, 15, 17.

<sup>38</sup> Siehe dazu die entsprechenden Hinweise in FN 31.

<sup>39</sup> Art. 5 Abs. 2 lit. c KAG.

<sup>40</sup> Wird z.B. ein Reverse Convertible bei der Credit Suisse als «RE-VEXUS» bezeichnet, so wird dasselbe Produkt bei der Bank Vontobel als «VONTI» genannt, während UBS dafür das Akronym «GOAL» verwendet.

<sup>41</sup> Die UBS unterscheidet z.B. nach ansteigendem Risiko zwischen den Produktkategorien «Schutz», «Optimierung», «Performance» sowie «Hebel» und unterstreicht diese Klassierungen mit farblicher Markierung. Für Vorschläge zur risikobezogenen Klassierung von Derivaten vgl. CONTRATTO (FN 12), 368 f.

<sup>42</sup> Besondere Hinweise sind insbesondere dann angebracht, wenn der Kapitalschutz nur partiell greift (z.B. «80%-Kapitalschutz»). Wird das investierte Kapital nur unter gewissen Bedingungen (z.B. falls der Basiswert eine bestimmte Kursschwelle erreicht) geschützt, so ist die Verwendung des Schlüsselbegriffs «Kapitalschutz» m.E. irreführend und darf nicht verwendet werden.

<sup>43</sup> Reverse Convertibles z.B. berechtigen zu jährlichen Zinszahlungen, welche massiv über den marktüblichen Zinssätzen liegen (oftmals um 10%). Im Fall ungünstiger Kursentwicklung wird dem Investor bei Verfall jedoch anstelle der Rückzahlung seines Kapitals ein Titel (=Basiswert) geliefert, der mittlerweile stark an Wert eingebüsst hat. Hier ist ein Hinweis darauf angebracht, dass die hohe Verzinsung des investierten Kapitals als Entschädigung für die Übernahme eines erhöhten Kursrisikos dient. Andernfalls wähen sich die Anlegerinnen und Anleger fälschlicherweise im Bereich festverzinslicher Anlagen.

verankerten Informationspflicht des Effektenhändlers wohl kaum zu vermeiden<sup>44</sup>. Auf jeden Fall thematisiert werden sollten das Emittentenrisiko, das durch die finanzökonomische Struktur des Produkts bedingte Verlustrisiko (sofern dies nicht schon im Rahmen der Produktbeschreibung erläutert wird), allfällige mit dem Basiswert verbundene Risiken und das Liquiditätsrisiko. Letzterem ist dann besonderes Augenmerk zu schenken, wenn ein strukturiertes Produkt nicht kotiert ist und deshalb nur ausserbörslich gehandelt wird.

Studien haben gezeigt, dass allzu komplexe und umfangreiche Dokumente die Anleger häufig überfordern<sup>45</sup>. Es ist daher sehr zu hoffen, dass der *Umfang* des vereinfachten Prospekts möglichst knapp gehalten wird. Aufgrund der bisherigen Erfahrungen aus der Praxis, wonach viele Investoren das so genannte *term sheet*<sup>46</sup> den umfangreichen Prospekten vorziehen, dürfte die Grenze vermutlich bei drei bis vier Seiten liegen. Mit Blick auf das Niveau der vermittelten Informationen verlangt Art. 5 Abs. 2 lit. b KAG, der vereinfachte Prospekt müsse für die Durchschnittsanlegerin «leicht verständlich sein». Darin dürfte die wahre Herausforderung des vereinfachten Prospekts liegen, lassen sich doch die wenigsten strukturierten Produkte nur mit einfachen Worten adäquat beschreiben. Gewissen Derivathäusern ist es jedoch bereits gelungen, ihre strukturierten Produkte im Rahmen von *term sheets* anschaulich zu beschreiben und anhand von Grafiken darzustellen. Gewisse *term sheets* könnten durchaus als Vorbilder für den vereinfachten Prospekt dienen. Als *Vergleichsmodell* weniger geeignet ist hingegen – trotz identischer Bezeichnung – der vereinfachte Prospekt für Effektenfonds<sup>47</sup>, ergibt sich doch aus dem im Anhang II zum KAG publizierten Schema, dass der vereinfachte Prospekt für Effektenfonds wesentlich umfangreicher sein dürfte, als der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte. Aufgrund der kurzen, teilweise sogar unterjährigen Laufzeiten wäre es unangemessen, beim

vereinfachten Prospekt für strukturierte Produkte von einer jährlichen Aktualisierungspflicht auszugehen, wie sie Art. 104 Abs. 2 KAV für den vereinfachten Prospekt für Effektenfonds vorsieht. Viel sinnvoller wäre es, in diesem Zusammenhang die seit längerem etablierte *best practice* beizubehalten, wonach die Investoren bei unvorhergesehenen, wesentlichen Änderungen der Emissionsbedingungen angemessen informiert werden müssen<sup>48</sup>.

Was die *Sprache* anbelangt, so wäre es m.E. verfehlt, die Emittenten explizit zur Veröffentlichung des vereinfachten Prospekts in einer Landessprache zu verpflichten, gilt doch Englisch als *die* Sprache der Finanzmärkte. Aufgrund von Marketingüberlegungen werden viele Derivathäuser den vereinfachten Prospekt wohl ohnehin in einer Landessprache veröffentlichen.

### 2.3 Zeitpunkt und Modalitäten der Verbreitung

Damit sich Anleger frühzeitig ein Bild von einer konkreten Emission von strukturierten Produkten machen und ihr Interesse an einer Anlage bekunden können, werden ihnen Produktbeschreibungen mit indikativen Preisangaben oftmals schon vor der Emission zur Verfügung gestellt (indikative *term sheets*). Da strukturierte Produkte sich aus verschiedenen Komponenten zusammensetzen, welche von sich ständig verändernden Parametern (aktueller Kurs des Basiswerts, allgemeines Zinsniveau, Volatilität) abhängen, können die definitiven Bedingungen eines Produkts jedoch erst im Zeitpunkt der *Emission* fixiert werden. Der Gesetzgeber hat diesem Umstand dahingehend Rechnung getragen, als der vereinfachte Prospekt frühestens im Zeitpunkt der Emission zur Verfügung stehen muss (Art. 5 Abs. 3 KAG). Gleichzeitig wird dadurch sichergestellt, dass der vereinfachte Prospekt stets die definitiven Produktbedingungen und verbindlichen Preisangaben für ein strukturiertes Produkt enthält. Klar ist, dass jeder Anleger, der ein strukturiertes Produkt erst später im *Sekundärmarkt* erwirbt, ebenfalls Anspruch auf den vereinfachten Prospekt hat. Da der Erwerb von strukturierten Produkten jedoch oftmals ohne das Wissen des Derivathauses durch einen entsprechenden Börsenauftrag der Hausbank des Anlegers erfolgt, wäre es unangemessen, vom Derivathaus zu verlangen, dass es sich aktiv um die Verbreitung des vereinfachten Prospekts kümmern muss. Diesbezüglich ist die Wortwahl in Art. 5 Abs. 3 KAG («kostenlos anzubieten») unglücklich. Die Derivathäuser sind jedoch verpflichtet, den vereinfachten Prospekt den Investoren nach einer allfälligen *Interessenskundgebung* umgehend und kos-

<sup>44</sup> Zu dieser Problematik vgl. CONTRATTO (FN 12), 425. Für Vorschläge zur Risikoauflärung bei emissionsweise geschaffenen Derivaten im Allgemeinen vgl. CONTRATTO (FN 12), 366 ff.

<sup>45</sup> Vgl. dazu die bei WERLEN (FN 7), 272, zitierten Erhebungen der SEC in den USA.

<sup>46</sup> Dabei handelt es sich um für jede Emission spezifisch erstellte, rund zwei- bis dreiseitige Verkaufsunterlagen, welche die Bedingungen eines Finanzprodukts in den Grundzügen wiedergeben. Neben Angaben über das Produkt und den Basiswert, enthält das *term sheet* i.d.R. auch einen auf das individuelle Risikoprofil des Produkts zugeschnittenen Risikohinweis sowie Hinweise zur Besteuerung allfälliger Vermögenserträge.

<sup>47</sup> Der vereinfachte Prospekt für Effektenfonds (Art. 77a AFV bzw. neu Art. 76 KAG) wurde bereits mit AFV-Teilrevision vom 23. Juni 2004 zwecks autonomen Nachvollzug der europäischen UCITS-Richtlinie in der Schweiz eingeführt. Im Unterschied zu strukturierten Produkten muss für Effektenfonds zusätzlich ein ausführlicher Prospekt im Sinne von Art. 75 KAG erstellt werden.

<sup>48</sup> Eine wesentliche Änderung liegt z.B. dann vor, wenn bei einem Aktienderivat der Basiswert ausgetauscht werden muss, weil der fragliche Titel z.B. infolge Konkurses des Emittenten dekotiert wird.

tenlos zuzustellen. Ob der Prospekt in physischer oder elektronischer Form zur Verfügung gestellt wird, sollte m.E. der Wahl des Anlegers anheim gestellt werden.

### 3. Normkollisionen und Abgrenzungsfragen

Mit Blick auf die Einführung des vereinfachten Prospekts für strukturierte Produkte drängen sich folgende Abgrenzungen und Klärungen auf:

- *Unerlaubte Entgegennahme von Publikumsgeldern*: Art. 5 Abs. 4 KAG stellt zwar klar, dass die Prospektspflicht nach Art. 1156 OR dann nicht gilt, wenn strukturierte Produkte Gegenstand eines vereinfachten Prospekts bilden. Bei der Emission von strukturierten Produkten durch Nichtbanken (Effektenhändler, Versicherungen) entsteht hier jedoch eine Friktion mit Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV. Eine Ausnahme vom Verbot der Entgegennahme von Publikumsgeldern wird bei der Ausgabe von Schuldverschreibungen<sup>49</sup> nämlich nur dann anerkannt, wenn die Anleger durch die Veröffentlichung eines Prospekts im Sinne von Art. 1156 OR über den Emittenten, die von ihm angebotenen Effekten und über die Emissionsbedingungen adäquat informiert werden<sup>50</sup>. Es stellt sich die Frage, ob der Gehalt des vereinfachten Prospekts, welcher sich auf die «Eckdaten» des angebotenen strukturierten Produkts beschränkt, in diesem Zusammenhang als genügend qualifiziert wird. M.E. ist davon auszugehen, dass die Aufsichtsbehörde diese Normkollision durch eine dynamische Auslegung der BankV beseitigen und bei Vorliegen eines vereinfachten Prospekts im Sinne von Art. 5 KAG die Anforderungen von Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV als erfüllt betrachten würde. Aus Rechtssicherheitsgründen drängt sich hier jedoch eine entsprechende Anpassung der BankV auf.
- *Bewilligungspflicht für Derivathäuser nach BEHG*: Art. 5 Abs. 1 KAG ruft sodann eine Normkollision mit Art. 2 lit. d BEHG bzw. Art. 10 BEHG hervor. Nach geltendem Recht unterliegen nämlich Finanzinstitute mit Bankenstatus der Pflicht, zusätzlich zu ihrer Banklizenz eine Effektenhändlerbewilligung einzuholen, wenn sie Derivate emissionsweise schaffen und/oder öffentlich vertreiben wollen<sup>51</sup>.

Ausgehend von der Annahme, dass der Gesetzgeber die Erweiterung des Kreises der zur Emission bzw. zum öffentlichen Vertrieb von strukturierten Produkten zugelassenen Finanzinstitute bewusst gewollt hat, dürfte in Bezug auf strukturierte Produkte in Zukunft die weitere Fassung von Art. 5 Abs. 1 KAG zum Zuge kommen, zumal es sich dabei um die jüngere Norm (*lex posterior*) handelt und dem BEHG gegenüber dem KAG nicht der Status einer *lex specialis* zukommt. Offen bleibt jedoch die Frage, ob für die Emission von Warrants nach wie vor die restriktivere Regelung von Art. 2 lit. d BEHG gilt, oder ob hier aufgrund einer extensiven Auslegung des Begriffs der strukturierten Produkte auch Banken und Versicherungen ohne zusätzliche Effektenhändlerlizenz zur Emission zugelassen sind.

- *Prospekt nach EU-Prospektrichtlinie*: Entschliesst sich ein Derivathaus, strukturierte Produkte nicht nur in der Schweiz, sondern gleichzeitig auch in der EU zu vertreiben, so ist ein Prospekt nach den Vorgaben der EU-Prospektrichtlinie zu erstellen. Es stellt sich die Frage, ob es sinnvoll ist, in diesen Fällen darüber hinaus die Erstellung eines vereinfachten Prospekts nach Art. 5 KAG zu verlangen. M.E. gebieten Praktikabilitätsüberlegungen hier die Gewährung einer Ausnahme, zumal der Emittent bereits aufgrund der EU-Prospektrichtlinie zur Veröffentlichung einer Zusammenfassung im Umfang von 2500 Wörtern verpflichtet ist. Ähnlich wie der vereinfachte Prospekt nach Art. 5 KAG muss die Zusammenfassung in allgemein verständlicher Sprache über die wesentlichen Merkmale und Risiken der emittierten Produkte informieren<sup>52</sup>.

### 4. Prospekthaftung

Art. 5 KAG äussert sich nicht zur Prospekthaftung. Die Frage nach der zivilrechtlichen Haftung für einen irreführenden oder gar fehlerhaften vereinfachten Prospekt für strukturierte Produkte lässt sich daher nur durch eine Analyse der in anderen eidgenössischen Erlassen verankerten Prospekthaftungsnormen beantworten<sup>53</sup>.

Noch einigermaßen klar ist die Rechtslage, falls die Emission strukturierter Produkte durch eine *Bank* erfolgte. Diesfalls kommt die *lex specialis* von Art. 39 BankG zur Anwendung, welche ihrerseits auf Art. 752 OR verweist<sup>54</sup>. Da emissionsweise geschaffene struk-

<sup>49</sup> Strukturierte Produkte können nach der vorliegend vertretenen Auffassung zweifelsohne unter den in Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV verwendeten, unbestimmten Rechtsbegriff der «vereinheitlichten und massenweise ausgegebenen Schuldverschreibungen» subsumiert werden. Vgl. dazu CONTRATTO (FN 12), 278 f.

<sup>50</sup> Vgl. BGE vom 17. Juni 1999 i.S. P. AG, publiziert in: EBK-Bull 38/1999, 25 (27); BGE 121 II 147 (150); EBK-Verfügung vom 1. Juli 1998 i.S. M. AG, publiziert in: EBK-Bull 38/1999, 21 (22); EBK-Verfügung vom 19. September 1996 i.S. Self Finance S.A., publiziert in: EBK-Bull 32/1997, 51 (55).

<sup>51</sup> Statt Vieler vgl. BSK BEHG-HERTIG/SCHUPPISSE, Art. 10 N 5; ZOBL/KRAMER (FN 15), N 770.

<sup>52</sup> Art. 5 Abs. 3 EU-Prospektrichtlinie (FN 26). Vgl. CRÜWELL (FN 26), 247 f.; KUNOLD/SCHLITT (FN 26), 505.

<sup>53</sup> Eine detaillierte Analyse, welche Prospekthaftungsnormen bei der emissionsweisen Schaffung von Derivaten zur Anwendung kommen, findet sich bei CONTRATTO (FN 12), 321 ff.

<sup>54</sup> Dabei handelt es sich um eine mit der BankG-Revision vom 3. Oktober 2003 (Bankensanierung, Bankenliquidation und Einlegerschutz, AS 2004, 2767 ff., in Kraft seit 1. Juli 2004) eingeführte Neuerung, zufolge welcher sich die Verantwortlichkeit

turierte Produkte unter den unbestimmten Rechtsbegriff der «anderen Titel» von Art. 752 OR subsumiert werden können<sup>55</sup> und der vereinfachte Prospekt nach Art. 5 KAG sicherlich als «prospektähnliche Mitteilung», wenn nicht sogar als Prospekt i.S.v. Art. 752 OR zu qualifizieren ist, kann bei einem unrichtigen, irreführenden oder den Vorgaben von Art. 5 KAG nicht entsprechenden vereinfachten Prospekt eine Prospekthaftung gestützt auf Art. 39 BankG i.V.m. Art. 752 OR geltend gemacht werden.

Werden strukturierte Produkte durch *Nichtbanken* ausgegeben, steht Art. 752 OR nur dann zur Verfügung, falls die Emittentin als Aktiengesellschaft nach OR konstituiert und in der Schweiz domiziliert ist. In allen anderen Fällen, so etwa im Falle einer Emission durch ein nicht als Aktiengesellschaft konstituiertes Institut, liegt die Anspruchsgrundlage für eine Prospekthaftungsklage nicht unmittelbar auf der Hand. Art. 1156 Abs. 3 OR dürfte in diesen Konstellationen wohl kaum Anwendung finden, da Art. 5 Abs. 4 KAG diese Bestimmung – wenn auch primär mit Blick auf die Prospektpflicht – als nicht anwendbar erklärt<sup>56</sup>. In diesen Konstellationen könnten sich Investoren allenfalls auf die *Vertrauenshaftung* berufen<sup>57</sup>.

vereinfachten Prospekts für strukturierte Produkte eine gravierende Lücke schliesst, die bereits seit längerem einer Regelung bedurft hätte. Zu bedauern ist hingegen, dass es der Gesetzgeber unterlassen hat, diese neue Regelung adäquat in das bestehende Normensystem einzupassen. Unbestimmte Rechtsbegriffe, Normkollisionen und die damit verbundene Rechtsunsicherheit bedrohen nicht nur die Innovationskraft der Anbieter strukturierter Produkte sondern beeinträchtigen auch das Anlegervertrauen und damit die nachhaltig positive Entwicklung des schweizerischen Marktes für strukturierte Produkte. Mit der Vornahme gewisser Präzisierungen auf Stufe der KAV, punktuellen Anpassungen der geltenden Rechtsordnung, dem Erlass einheitlicher Standards auf Selbstregulierungsebene und mit einer pragmatisch-zurückhaltenden Praxis der Aufsichtsbehörden dürfte es jedoch gelingen, die Schaden bringende Büchse der Pandora ein für allemal zu versiegeln.

#### IV. Würdigung

Wenngleich die Regelung im KAG rechtssystematisch unschön erscheint, so ist doch mit Genugtuung zu bemerken, dass der Gesetzgeber mit der Einführung des

der Bankorgane neu nach Aktienrecht (Art. 752-760 OR) richtet. Vgl. SUSAN EMMENEGGER, Bankorganisationsrecht als Koordinationsaufgabe, Grundlinien einer Dogmatik der Verhältnisbestimmung zwischen Aufsichtsrecht und Aktienrecht, Habil. Freiburg 2004, Bern 2004, 254 ff.

<sup>55</sup> CONTRATTO (FN 12), 330 f.

<sup>56</sup> Selbst ohne diese Klausel dürfte Art. 1156 Abs. 3 OR auf strukturierte Produkte wohl keine Anwendung finden, da keine Anleiensobligationen im Sinne dieser Bestimmung vorliegen und haftungsbegründende Kriterien stets restriktiv auszulegen sind. Vgl. dazu EMMENEGGER (FN 54), 238.

<sup>57</sup> Zur bundesgerichtlichen Anerkennung der Vertrauenshaftung vgl. BGE 120 II 331 ff. (Swissair), BGE 121 III 350 f. (Ringer-Fall), BGE 124 III 297 ff. (Musikvertrieb). Zu dieser Haftungsfigur im Allgemeinen vgl. MARTIN MOSER/BERNHARD BERGER, Vertrauenshaftung auch im Bankgeschäft – zur Haftungsgrundlage und zu den Grenzen von Aufklärungspflichten, AJP 1999, 541 ff.; EVELINE WYSS/HANS CASPAR VON DER CRONE, Haftung für Auskunft, Bemerkungen zum Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.193/2000 vom 16. September 2001, SZW 2002, 112 ff. Das BGer hat sich bisher zwar noch nicht explizit dazu ausgesprochen, ob die Prospekthaftung einen Fall der Vertrauenshaftung darstellt. Die Doktrin hat jedoch immerhin das Vorliegen einer «rechtlichen Sonderverbindung» zwischen den für die Erstellung eines Prospekts Verantwortlichen und den Anlegern bejaht. Vgl. dazu etwa LARISSA MAROLDA/HANS CASPAR VON DER CRONE, Prospekthaftung bei Anleiensobligationen und die Stellung der federführenden Bank, Bemerkungen zum Entscheid BGE 4C.171/2002 vom 25. September 2002, SZW 2003, 161; MOSER/BERGER (FN 57), 545.