

Auswirkungen der EU-Finanzmarktregulierung auf die schweizerische Finanzmarktgesetzgebung*

Prof. Dr. Rolf H. Weber / lic. iur. Jean-Marc Schaller (Zürich)**

I. Baustellen im europäischen und schweizerischen Finanzmarktrecht

Sowohl das europäische wie auch das schweizerische Finanzmarktrecht gleichen gegenwärtig einer grossen, legislatorischen *Baustelle*¹: Die Europäische Union (EU) regelt in Folge des 1999 von der Europäischen Kommission vorgelegten *Financial Services Action Plan*² beinahe alle Teilgebiete des Finanzmarktrechts neu, und auch der schweizerische Gesetzgeber ist äusserst aktiv (Revision des BankG, AFG, NBG, Entwurf E-Commerce-Gesetz, Neuordnung der Finanzmarktaufsicht [FINMAG]). Aufgrund der Komplexität und Tragweite der einzelnen Projekte stellt der Umbau des schweizerischen Finanzmarktrechts ein im Vergleich zur EU nicht minder umfangreiches Vorhaben dar.

Auslöser dieser Baustellen sind die mannigfaltigen Umwälzungen der Finanzmärkte hin zu einem dank der modernen Informations- und Kommunikationsmittel technologisierten, globalisierten und damit dynamisierten *Weltfinanzmarkt*. Angesichts dessen ist nicht weiter verwunderlich, dass es dem meist nur reagierenden Gesetzgeber auf dem Gebiete des Finanzmarktrechts erdenkliche Mühe bereitet, mit der beschleunigten Entwicklung der Finanzmärkte auch nur annähernd Schritt zu halten. Dass diese Sachlage erhebliche *Risiken* birgt, liegt auf der Hand: Eine (zu) grosse Geschwindigkeitsdifferenz zwischen der Entwicklung der Finanz-

märkte und den «Mühlen» der Gesetzgebung führt dazu, dass gewisse Marktteilnehmer die während einer bestimmten Zeitspanne vorhandenen, regulatorischen Lücken ausnützen und ihre Eigeninteressen auf Kosten und zum Schaden Anderer verfolgen können. Der behördlichen Regulierung kommt dann die oftmals undankbare, weil vielfach als Überregulierung kritisierte³ Aufgabe zu, das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes wiederherzustellen.

Freilich vermag ein solcher *Anleger- und Funktionsschutz* nur durch einen Rahmen staatlicher Verhaltensanordnungen, in Ergänzung zur ebenfalls unerlässlichen Selbstregulierung, gewährleistet zu werden. Diese beiden zentralen Schutzzwecke stehen denn auch im Mittelpunkt der Regulierungstendenzen im europäischen Finanzmarktrecht, welche letztlich zu einer Harmonisierung des EU-Binnenmarktes führen sollen⁴. Übergeordnetes Ziel ist ein *integrierter europäischer Finanzmarkt*.

Die Schweiz ihrerseits hat mit Bezug auf die Finanzmarktgesetzgebung schon immer eine hohe *Eurokompatibilität* – einerseits durch eine passive Nachkontrolle, andererseits durch eine aktive Anpassung – angestrebt⁵. Exemplarisch hierfür ist die Delegationsnorm im AFG, die anordnet, dass der Bundesrat für Effektenfonds weitere Anlagen zulassen kann, namentlich solche, die nach dem Recht der Europäischen Gemeinschaft für Effek-

tenfonds zugelassen sind (Art. 32 Abs. 2 AFG). Dem entspricht auch Art. 6 des Entwurfs für ein Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG), der den Bundesrat ermächtigt, die im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen zur Anpassung an das Recht der Europäischen Gemeinschaften er-

* Erweiterte Fassung eines vom erstgenannten Autor am 5. Mai 2004 in Bern gehaltenen Referates.

** Prof. Dr. Rolf H. Weber ist Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich und Rechtsanwalt in Zürich.

Lic. iur. Jean-Marc Schaller ist wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl von Prof. Dr. Rolf H. Weber.

¹ Die Baustellen-Metapher verwendete in ähnlicher Weise bereits *Kalss Susanne* im Titel ihres Beitrages «Kapitalmarktrecht – der stete Bau am Fundament für den Schlüsselmarkt Europas», *EuZ* 2003, 2 ff.

² Der *Financial Services Action Plan* (KOM 1999/232) sowie die zeitlich nachfolgenden *Progress Reports* sind abrufbar unter <http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan>.

³ Dazu etwa *Zuberbühler Daniel*, *Finanzmarktregulierung und kein Ende?*, in: Lachat Anne Hérítier/Hirsch Laurent (Ed.), *De lege ferenda – Réflexions sur le Droit désirable en l'Honneur de Professeur Alain Hirsch*, Genève 2004, abrufbar unter <www.ebk.ch>; vgl. auch *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 100, 30.04./1.05./2.05.04, 23.

⁴ Vgl. Art. 2 EGV, Art. 3 Abs. 1 lit. c EGV.

⁵ Dazu eingehend *Weber Rolf H.*, *Europarechtliche Aspekte des schweizerischen Kapitalmarktrechts*, in: *Zobl Dieter* (Hrsg.), *Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts*, Zürich 1996, 97, 110 ff.

forderlichen Ausführungsbestimmungen zu erlassen.

Im Rahmen dieses Beitrages sollen die aus dem Streben nach Eurokompatibilität resultierenden Auswirkungen der EU-Finanzmarktregulierung auf die schweizerische Finanzmarktgesetzgebung diskutiert und kritisch gewürdigt werden.

II. Finanzmarktaufsicht

Bisher kennt die EU im Gegensatz zu den USA mit ihrer Securities and Exchange Commission (SEC) *keine*

einheitliche Aufsichtsbehörde; vielmehr verfügt jeder Mitgliedstaat über eigene Aufsichtsbehörden⁶. Weil der Ruf nach einer europäischen SEC wirkungslos geblieben ist⁷, strebt die EU eine Vereinheitlichung der mitgliedstaatlichen Vorschriften zur Finanzmarktaufsicht, insbesondere eine Harmonisierung des Zulassungs- und Aufsichtsrechts, an⁸. Im Zuge dieser Entwicklungen in der europäischen Finanzmarktaufsicht sind mit Blick auf die schweizerische Gesetzgebung eine Reihe von Auswirkungen feststellbar.

1. Börsen

Börsen unterliegen in der EU keiner harmonisierten Aufsicht. Der Grund für eine weiterhin nationale Aufsicht liegt nicht zuletzt darin, dass gewisse europäische Börsen *staatsnahe Organisationen* darstellen, weshalb eine europäische Börsenaufsicht nicht unbedingt gewünscht wird. Harmonisierungsbestrebungen bezüglich einer Zulassung von Effekten zum Handel an einer Börse sind indessen im Rahmen der Kotierungsrichtlinie auszumachen⁹.

Im Gegensatz zur EU setzt die Schweiz den Schwerpunkt auf die Selbstregulierung der Börsen (Art. 4 BEHG). Als private Unternehmen erlassen die Börsen die regulatorischen Rahmenbedingungen; dabei ist nicht nur den internationalen Standards Rechnung zu tragen (Art. 8 Abs. 3 BEHG), sondern die SWX Swiss Exchange folgt auch in ihrem Kotierungsreglement den europarechtlichen Vorgaben. Im schweizerischen Börsenrecht stehen gegenwärtig die *Revision der Börsenverordnung* der EBK (BEHV-EBK) und der *Verordnung der Übernahmekommission* (UEV-UEK)¹⁰ zur Debatte. Ziel beider Revi-

sionsvorhaben ist es, die Legiferierung den praktischen Bedürfnissen nachzuziehen¹¹; materiell besonders ins Gewicht fallende Neuerungen sind indessen nicht vorgesehen.

2. Banken

Rechtsgrundlage für die Harmonisierung des mitgliedstaatlichen *Bankaufsichtsrechts* ist die Richtlinie 2000/12 vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute¹², geändert durch die Richtlinie 2000/28 vom 18. September 2000¹³. Der sachliche Anwendungsbereich der Richtlinie 2000/12 erstreckt sich auf *sämtliche Kreditinstitute* (Art. 2 Abs. 1). Dazu zählen diejenigen Unternehmen, deren Tätigkeit in der Entgegennahme von Einlagen oder anderer rückzahlbarer Gelder des Publikums und der Kreditgewährung liegt, sowie, ergänzt durch die Richtlinie 2000/28, die E-Geld-Institute im Sinne der Richtlinie 2000/46 (Art. 1 Abs. 3 lit. a)¹⁴. Bedingung für die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute ist eine Zulassung durch die zuständige Aufsichtsbehörde (Art. 4 der Richtlinie 2000/12).

Zusätzlich verfügt die EU im Bankenbereich über einen sog. Beratern Bankausschuss (Art. 57–59 der Richtlinie 2000/12), welcher die Aufgabe hat, die Kommission bei der Anwendung der Richtlinie und der Ausarbeitung weiterer Bestimmungen zur Bankenregulierung zu unterstützen. Im Zuge der Neulegiferierung im Wertpapierbereich¹⁵ wird mit Blick auf den Bankenbereich erwogen, zwei neue, europaweite Ausschüsse (Europäischer Bankenausschuss [EBC]; Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden [CEBS]) zu bilden¹⁶. Diese Ausschüsse sollen zu

⁶ Immerhin sind innerhalb einzelner Mitgliedstaaten Bestrebungen zur Zentralisierung der Finanzmarktaufsicht bereits abgeschlossen. Über eine einheitliche Aufsichtsbehörde verfügen beispielsweise *Deutschland* mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin), *Österreich* mit der Finanzmarktaufsicht (FMA), *Frankreich* mit der Autorité des Marchés Financiers (AMF) und *Grossbritannien* mit der Financial Services Authority (FSA). Auch Art. 11 der Marktmissbrauchs-Richtlinie (ABl. 2003 L 96 vom 12. April 2003, S. 16) sieht vor, dass jeder Mitgliedstaat eine einzige zuständige Aufsichtsbehörde, die über die Anwendung der Richtlinie zu wachen hat, bezeichnet.

⁷ Vgl. *Nobel Peter*, Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht, SJZ 2004, 10, 14.

⁸ *Weber Rolf H.*, Kapitel 4. Der Kapital- und Zahlungsverkehr, in: Lenz Carl Otto/Borchardt Klaus-Dieter (Hrsg.), EU- und EG-Vertrag, Kommentar, 3. A., Köln 2003, Art. 56 N 27.

⁹ Dazu hinten III.1.

¹⁰ Eingehender dazu hinten III.3.

¹¹ Vgl. *Nobel* (Fn. 7), 12.

¹² ABl. 2000 L 126 vom 26.05.2000, S. 1.

¹³ ABl. 2000 L 275 vom 27.10.2000, S. 37.

¹⁴ ABl. 2000 L 275 vom 27.10.2000, S. 39.

¹⁵ Vgl. hinten II.3.

einer detaillierteren Zusammenarbeit der (nationalen) Aufsichtsbehörden führen und damit zu einer stärkeren Konvergenz des EU-Finanzmarktaufsichtsrechts beitragen¹⁷.

Am 1. Mai 2004 ist in der Schweiz das *total revidierte Nationalbankgesetz* (NBG) mitsamt den neuen Verordnungsbestimmungen in Kraft getreten¹⁸; vorgesehen ist u.a. eine Aufsicht über die Liquiditätshaltung der Banken durch die SNB (Lender of Last Resort)¹⁹, sowie eine Überwachung der Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme. Ziel ist die Gewährleistung der Systemstabilität (Art. 19 Abs. 1 NBG). Die Parallele zur Europäischen Zentralbank (EZB), die sich zudem in letzter Zeit vermehrt der Bankaufsicht zuwendet²⁰, kommt auch im total revidierten NBG zum Ausdruck.

Weiter ist auf den 1. Juli 2004 das *revidierte BankG* in Kraft gesetzt worden, welches in Anlehnung an die Richtlinie 2001/24 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. April 2001 über die Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten²¹ Regeln zur Sanierung und Liquidation von Banken enthält und damit einen verstärkten Einlegerschutz verwirklicht.

3. Effekthändler

Zur notwendigen Harmonisierung des EU-Wertpapierbereichs wurde im Jahr 2000 durch den Rat (ECOFIN) ein Ausschuss der Weisen eingesetzt²². Der Ausschuss der Weisen erarbeitete ein 4-Stufen-Konzept zur Schaffung eines Wertpapierbinnenmarktes, welches das Europäische Parlament in der Entschliessung zur Umsetzung der Rechtsvorschriften im Bereich der Finanzdienstleistungen angenommen hat²³. Daraufhin erfolgte am 6. Juni 2001 die Einsetzung zweier europaweiter Ausschüsse, nämlich des Aus-

schusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR)²⁴ und des Europäischen Wertpapierausschusses (ESC)²⁵.

Vom EU-Finanzmarktaufsichtsrecht werden *Effekthändler* bereits seit einiger Zeit erfasst, nämlich v.a. durch die Richtlinie 93/6 des Rates vom 15. März 1993 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten²⁶, geändert durch die Richtlinie 98/31 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Juni 1998²⁷: Bezweckt wird einerseits eine einheitliche Zulassung und Aufsicht, sowie eine angemessene Eigenkapitalausstattung entsprechend zum Bankenbereich²⁸; andererseits unterliegen Effekthändler den Bestimmungen der Finanzkonglomerats-Richtlinie, sofern sie Teil eines Finanzkonglomerates sind²⁹.

Das schweizerische Finanzmarktrecht reguliert die Effekthändler im BEHG, ergänzt durch Bestimmungen auf Verordnungsstufe sowie selbstregulatorischer Erlasse. Inwiefern die Finanzdienstleistungen von Effekthändler künftig in die E-Commerce-Vorlage integriert werden, bleibt abzuwarten³⁰.

4. Anlagefonds

Sedes materiae für eine EU-weite Harmonisierung der mitgliedstaatlichen *Anlagefondsvorschriften* ist die Richtlinie 85/611 des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)³¹. Diese Richtlinie hat die letzte Änderung erfahren durch die Richtlinie 2001/18 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 21. Januar 2002³². Als OGAW werden gemäss Art. 1 Abs. 2 der

Richtlinie 85/611 diejenigen Organismen angesehen, deren ausschliesslicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der «Risikobetreuung in Wertpapieren» anzulegen, und deren Anteile auf Verlangen der Anteilsinhaber un mittelbar oder mittelbar zu Lasten des Vermögens dieser Organismen zurückzunehmen oder auszuzahlen.

¹⁶ Vgl. dazu den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 73/239/EWG, 85/611/EWG, 91/675/EWG, 93/6/EWG und 94/19/EG des Rates sowie der Richtlinien 2000/12/EG, 2002/83/EG und 2002/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Schaffung einer neuen Ausschussstruktur im Finanzdienstleistungsbereich, KOM/2003/659, S. 8.

¹⁷ Vgl. KOM/2003/659 (zit. in Fn. 16), S. 11.

¹⁸ Vgl. dazu *Klauser Peter*, Zeitgemässes Statut für die Nationalbank, in: Neue Zürcher Zeitung Nr. 71, 25.03.04, 29. Zu den dazugehörigen geldpolitischen Richtlinien der SNB vgl. Neue Zürcher Zeitung Nr. 102, 4.05.04, 23.

¹⁹ Dazu *Nobel* (Fn. 7), 11.

²⁰ Vgl. *Nobel* (Fn. 7), 13.

²¹ ABl. 2001 L 125 vom 05.05.2001, S. 15.

²² KOM/2003/659 (zit. in Fn. 16), S. 5 a. E.

²³ KOM/2003/659 (zit. in Fn. 16), S. 6.

²⁴ Beschluss 2001/527/EG der Kommission vom 6. Juni 2001 zur Einsetzung des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (ABl. 2001 L 191 vom 13.07.2001, S. 43).

²⁵ Beschluss 2001/528/EG der Kommission vom 6. Juni 2001 zur Einsetzung des Europäischen Wertpapierausschusses (ABl. 2001 L 191 vom 13.07.2001, S. 45).

²⁶ ABl. 1993 L 141 vom 11.06.1993, S. 1.

²⁷ ABl. 1998 L 204 vom 21.07.1998, S. 13.

²⁸ *Weber* (Fn. 8), Art. 56 N 36.

²⁹ Zur Finanzkonglomerats-Richtlinie vgl. hinten II.5.

³⁰ Dazu hinten IV.3.

³¹ ABl. 1985 L 375 vom 31.12.1985, S. 3.

³² ABl. 2002 L 41 vom 13.02.2002, S. 35.

In der Schweiz wartet das *Anlagefondsgesetz* (AFG) mitsamt der Verordnung (AFV) auf die Verwirklichung einer längst fälligen Totalrevision³³. Neben einer Verbesserung der Eurokompatibilität werden insb. die heute vom Anwendungsbereich des AFG, das in «Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen» (KAG) umbenannt werden soll, ausgenommenen Investmentgesellschaften (Art. 3 Abs. 2 AFG) der Aufsicht unterstellt. Der Schweiz scheint es demgemäss mit der Auf-

gabe des Grundsatzes, dass Anlagefonds vertraglich organisiert sein müssen, ernst zu sein.

Vorweggenommen worden ist die Regulierung der öffentlichen Werbung in einem EBK-Rundschreiben³⁴, das festlegt, wann eine öffentliche Werbung (z.B. bei Internet-Angeboten) vorliegt, mit der Folge, dass der betreffende ausländische Anlagefonds bzw. Vertriebssträger einer Bewilligungspflicht unterliegt.

5. Allfinanz

Im Zuge der Entstehung von Allfinanzkonzernen im Finanzbereich erliess die EU – im Anschluss an Vorarbeiten eines Joint Forums der BIZ, der IOSCO und der IAIS³⁵ – die Richtlinie 2002/87 vom 16. Dezember 2002 über die zusätzliche Beaufsichtigung der Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Wertpapierfirmen eines Finanzkonglomerates³⁶. Bezweckt wird eine *gruppenweite Beaufsichtigung*, weil sich gewisse Beurteilungsfaktoren wie z.B. eine angemessene Eigenkapitalausstattung, die Risikokonzentration auf Konglomeratebene, gruppeninterne Transaktionen sowie die Zuverlässigkeit und fachliche Eignung der Geschäftsleitung nur mit Blick auf den gesamten Allfinanzkonzern betriebswirtschaftlich sinnvoll einschätzen lassen.

Der Begriff «*Finanzkonglomerat*» wird in Art. 2 Ziff. 14 der Richtlinie 2002/87 definiert als Gruppe, bei welcher grundsätzlich der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit in der Finanzbranche liegt³⁷ sowie mindestens ein Unternehmen ein solches der Versicherungsbranche und mindestens ein weiteres ein solches entweder der Banken- oder Wertpapierdienstleistungsbranche ist. Die zuständigen Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten werden in Art. 4 und Art. 12 Abs. 1

der Richtlinie 2002/87 aufgefordert, bei der Ermittlung eines Finanzkonglomerates «eng zusammenzuarbeiten». Zur Erleichterung der zusätzlichen Beaufsichtigung der beaufsichtigten Unternehmen eines Finanzkonglomerates müssen die jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden sich zudem auf einen einzigen *Koordinator* (sog. «lead regulator») einigen, dessen Aufgabe es ist, die zusätzliche Beaufsichtigung des Konglomerates abzustimmen und durchzuführen (Art. 10 Abs. 1, Art. 11 der Richtlinie 2002/87).

Obwohl die Allfinanz-Euphorie auch in der Schweiz merklich abgeklungen ist und sich die Banken und Versicherungen wieder vermehrt auf ihr Kerngeschäft konzentrieren³⁸, bleibt die Schaffung einer *integrierten Finanzmarktaufsichtsbehörde (Finma)* ein gesetzgeberisches Unterfangen³⁹. Die wichtigen Grundlagenarbeiten verrichteten die Expertengruppen *Zufferey* und *Zimmerli*⁴⁰, welche in einem ersten Entwurf für ein Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG)⁴¹ mündeten. Der Entwurf ging Ende Oktober 2003 in die Vernehmlassung, die am 31. Januar 2004 endete. Die erstatteten Stellungnahmen enthielten einige Kritik; insbesondere wird die Frage gestellt, ob die künftige Finanzmarktaufsicht unbedingt über *verstärkte Sanktionsbefugnisse* verfügen müsse⁴². Weiter ist man sich uneinig über den künftigen *Aufgabenbereich der Finma*: Soll deren Aufsicht sich auf die bislang beaufsichtigten Marktteilnehmer beschränken, oder soll vielmehr die Aufsicht auch auf die Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei und die unabhängigen Vermögensverwalter ausgedehnt werden⁴³? Schliesslich wird die im Entwurf des FINMAG vorgesehene neue Rolle der Finma als eine Art «Aufsichtsrat» heftig kritisiert⁴⁴. Der

³³ Vgl. dazu neuerdings *Baumgarten Mark-Oliver/Sturny Thimo*, Neuerungen im Anlagefondsrecht, *AJP* 2004, 523 ff.

³⁴ Vgl. EBK-RS 03/1 «Öffentliche Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung» vom 28.05.2003, abrufbar unter <www.ebk.admin.ch>.

³⁵ Dazu ausführlicher *Weber Rolf H./Schaller Jean-Marc*, Auf dem Weg zu einem neuen kohärenten Finanzmarktrecht in der Schweiz?, *SZW* 2003, 177, 184.

³⁶ ABl. 2003 L 35 vom 11.02.2003, S. 1.

³⁷ Eine Gruppe ist vorwiegend in der Finanzbranche tätig, wenn der Anteil der Bilanzsummen der Finanzunternehmen dieser Gruppe an der Bilanzsumme der Gruppe insgesamt mehr als 40% beträgt (Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie 2002/87).

³⁸ Vgl. etwa *Zobl Dieter/Kramer Stefan*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 876.

³⁹ Das revidierte VAG sieht seinerseits bereits eine konsolidierte Aufsicht vor.

⁴⁰ Dazu ausführlicher *Weber/Schaller* (Fn. 35), 184 f.

⁴¹ Vgl. für einen Überblick des Entwurfes etwa *Zobl/Kramer* (Fn. 38), N 891.

⁴² Vgl. dazu *Donatsch Andreas*, Schwächen der neuen Finanzmarktaufsicht, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 21, 27.01.04, 27.

⁴³ Vgl. zu diesem Aspekt etwa die Berichtserstattung in der *Neuen Zürcher Zeitung* (Nr. 302, 30.12.03, 19; Nr. 27, 3.02.04, 21; Nr. 39 vom 17.02.04, 19; Nr. 43, 21./22.02.04, 21).

⁴⁴ Vgl. *Nobel Peter*, Unausgegorenes Finanzmarktaufsichtsgesetz, *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 9, 13.01.04, 25.

Ausgang der Debatte ist derzeit noch ungewiss, indessen wurden die Vernehmlassungsergebnisse zum 1. Teilbericht am 23. Juni 2004 veröffentlicht.

III. Transparenz und Transaktionen

1. Prospekt und Kotierung

Ende letzten Jahres ist die Richtlinie 2003/71 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist (inkl. Änderung der Richtlinie 2001/34)⁴⁵, verabschiedet worden. Mit dieser *Prospekt-Richtlinie* sollen die Bedingungen für die Erstellung, Billigung und Verbreitung des Prospekts, welcher im Rahmen eines öffentlichen Angebotes von Wertpapieren bzw. bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, harmonisiert werden (Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/71). Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie 2003/71 statuiert die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospektes im Rahmen eines öffentlichen Angebotes von Wertpapieren. Gleichermassen haben die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass eine Zulassung von Wertpapieren zum Handel (Kotierung) von der Veröffentlichung des Prospektes abhängig gemacht wird (Art. 3 Abs. 3 der Richtlinie 2003/71)⁴⁶.

Der Prospekt muss sämtliche *Informationen* in leicht verständlicher Form über den Emittenten und dessen öffentlich angebotenen bzw. kotierten Wertpapiere enthalten, die für einen Anleger erforderlich sind, um sich ein fundiertes Urteil bilden zu können (Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie 2003/71). Unwahrheiten, Unvollstän-

digkeiten und Unklarheiten können zu einer *Prospekthaftung* führen (Art. 6 der Richtlinie 2003/71). Art. 7 befasst sich sodann mit den Mindestangaben, die ein Prospekt aufweisen muss, um der Vollständigkeitspflicht zu genügen; hierfür wird auf die im Sommer 2004 von der Kommission zu erlassenden Durchführungsmassnahmen verwiesen, die einen Katalog von Mindestangaben, welche in einen Prospekt aufzunehmen sind, enthalten müssen (Art. 7 Abs. 1 der Richtlinie 2003/71). Ferner sieht die Richtlinie 2003/71 Bestimmungen zur Billigung (Art. 13: Billigung durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates) und zur Veröffentlichung des Prospektes (Art. 14: Verfahren, Zeitpunkt und Format der Veröffentlichung), sowie zur Werbung (Art. 15: Pflicht eines Hinweises auf Prospekt; keine unrichtigen oder irreführenden Angaben in Werbeanzeigen; Übereinstimmung der Angaben mit Prospekt) vor. Sodann ist der in einem Mitgliedstaat gebilligte Prospekt in den anderen Mitgliedstaaten ohne weitere Billigungsverfahren gültig (Art. 17: Gemeinschaftsweite Geltung gebilligter Prospektes). Für die Schweiz von unmittelbarer Bedeutung ist schliesslich Art. 20 der Richtlinie 2003/71, der festlegt, dass sich der Geltungsbereich der Richtlinie auch auf Emittenten mit Sitz in Drittstaaten erstreckt.

Bestimmungen zur *Kotierung von Wertpapieren* enthält die Richtlinie 2001/34 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen⁴⁷.

Legislatorische Auswirkungen auf das *schweizerische Emissionsrecht* sind vorderhand nicht auszumachen.

Bis auf weiteres bleiben die Bestimmungen des Obligationenrechts (Art. 652a OR und Art. 752 OR) einschlägig. Dagegen befindet sich das bisher schon weitgehend eurokompatible *Kotierungsreglement der SWX* (KR) in Revision, welches sich an internationalen Standards (Art. 8 Abs. 3 BEHG) zu orientieren hat; weil die SWX Swiss Exchange eine private Organisation (AG) ist, lässt sich im Gegensatz zur EU indessen kein Genehmigungsverfahren mit Bezug auf die Kotierung von Emittenten vor einer staatlichen Institution vorsehen.

2. Meldepflichten

Meldepflichten können verschiedene Marktteilnehmer treffen: Effekthändler, Finanzintermediäre (Geldwäscherei), und insbesondere Anleger. Im Rahmen der Harmonisierungsbestrebungen der EU geht es vorwiegend um die *Meldepflichten der Anleger*; einschlägig ist insoweit die Richtlinie 2001/34⁴⁸, die in Art. 85–97 Informationspflichten bei Erwerb und Veräusserung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsenkotierten Gesellschaft vorsieht. Die Schwellen, deren Erreichen, Über- oder Unterschreiten eine Informationspflicht auslösen, sind bei einem Anteil von 10, 20, 33¹/₃, 50 und 66²/₃% aller Stimmrecht angesiedelt (Art. 89 Abs. 1 der Richtlinie 2001/34).

Auch im schweizerischen Finanzmarktrecht sind *Anleger* beim Erreichen, Über- oder Unterschreiten gewisser Schwellenwerte (5, 10, 20, 33¹/₃, 50 und 66²/₃) zur Meldung ver-

⁴⁵ ABl. 2003 L 345 vom 31.12.2003, S. 64.

⁴⁶ Art. 4 der Richtlinie 2003/71/EG zählt die Ausnahmen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospektes auf.

⁴⁷ ABl. 2001 L 184 vom 06.07.2001, S. 1.

⁴⁸ Vgl. den Fundstellennachweis in Fn. 47.

pflichtet (Art. 20 BEHG). Auffallend ist, dass die tiefste Schwelle der Meldepflicht in der Schweiz bei 5%, in der EU dagegen bei 10% liegt; insofern erweist sich die auf aktienrechtlich relevante Tatbestände ausgerichtete, schweizerische Meldepflicht als strenger⁴⁹.

Auf Verordnungsstufe werden sodann die einzelnen meldepflichtigen Tatbestände konkretisiert und die (mit dem EU-Recht nicht ganz deckungsgleichen) Ausnahmen von der Meldepflicht umschrieben (Art. 9 ff, Art. 20

BEHV-EBK). Die BEHV-EBK befindet sich gegenwärtig in der Revision; gemäss Entwurf⁵⁰ wird (u.a.) hinsichtlich der Meldepflicht eine *Gleichstellung der Optionsrechte* mit den Beteiligungspapieren beabsichtigt. Die EBK hat die Stellungnahmen zum Revisionsentwurf auf ihrer Website publiziert⁵¹.

3. Übernahmeangebote

Die von der EU Ende März 2004 verabschiedete Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote⁵² bezweckt eine Harmonisierung des *mitgliedstaatlichen Übernahmerechts*. Die Richtlinie beinhaltet u.a. Bestimmungen zur Gleichbehandlung der Anleger (Art. 3 Abs. 1 lit. a) und den Informationspflichten (Art. 3 Abs. 1 lit. b, Art. 6), zu den zuständigen Aufsichtsorganen (Art. 4), zum Schutz der Minderheitsaktionäre (Art. 5: Pflichtangebot und angemessener Preis), zur Annahmefrist (Art. 7) sowie zur Bekanntmachung (Art. 8) eines Angebotes, zu den Pflichten des Leitungsbzw. Verwaltungsorgans der Zielgesellschaft (Art. 9), und schliesslich zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (Art. 15). Die Richtlinie läuft in ihrer Endfassung allerdings auf eine Rahmenrichtlinie hinaus, welche nur (aber immerhin) eine transparente Grundsatzregelung für öffentliche Übernahmeangebote schaffen und Rechtssicherheit für die von einer Übernahme betroffenen europäischen Unternehmen, insb. auch den Schutz der Minderheitsaktionäre und Arbeitnehmer, gewährleisten soll; die konkrete Ausgestaltung des Übernahmerechts, nicht zuletzt mit Bezug auf Abwehrmassnahmen gegen Unfriendly Takeovers, wird den Mitgliedstaaten überlassen⁵³.

Das *schweizerische Übernahmerecht* (Art. 22–33 BEHG) erfüllt schon seit über sechs Jahren die europarechtlichen Rahmenregelungen. Zwar wird gegenwärtig die Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV-UEK) revidiert, doch geht es dabei vornehmlich um praxisrelevante Verbesserungen; die Stellungnahmen zum Revisionsentwurf⁵⁴ sind auf der Website der EBK publiziert⁵⁵.

4. Marktmissbrauch

Im Bereich des *Marktmissbrauchs* sind gegenwärtig vier Rechtsakte der EU von Bedeutung: Ausgangspunkt ist die Richtlinie 2003/6 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)⁵⁶; zur Durchführung der Marktmissbrauchs-Richtlinie sind die beiden Durchführungsrichtlinien 2003/124 (Begriffsbestimmungen)⁵⁷ und 2003/125/EG (Anlageempfehlungen)⁵⁸ sowie die Durchführungsverordnung Nr. 2273/2003 (Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmassnahmen)⁵⁹ in Kraft gesetzt worden⁶⁰.

Eine Revision des Insider- und Kursmanipulations-Tatbestandes (Art. 161 und 161^{bis} StGB) im Sinne der Marktmissbrauchs-Richtlinie der EU stösst in der *Schweiz* auf breite Akzeptanz⁶¹. Mit der Revision von Art. 161 StGB befasst sich eine Arbeitsgruppe unter der Leitung des Zuger Regierungsrates Uster⁶². Zurzeit unberücksichtigt bleibt in der schweizerischen Finanzmarktgesetzgebung dagegen die durch die Richtlinie 2003/125 (Anlageempfehlungen) initiierte Harmonisierung der mitgliedstaatlichen Regulierungsvorschriften mit Bezug auf Finanzanalyse-Dienstleistungen. Die Regulierung der beruflichen Tätigkeit von Finanzanalysten wird bis an-

⁴⁹ Rechtsvergleichend BEHG-Weber, in: Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel/Genf/München 1999, Art. 20 N 35.

⁵⁰ Der Entwurf einer revidierten BEHV-EBK ist auf der Website der EBK einsehbar (<www.ebk.ch>).

⁵¹ <www.ebk.admin.ch/d/regulier/Stellungnahmen.htm>.

⁵² ABl. 2004 L 142 vom 30.04.2004, S. 12.

⁵³ Vgl. Nobel (Fn. 7), 14.

⁵⁴ Der Revisionsentwurf UEV-UEK vom Oktober 2003 kann eingesehen werden unter <www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20031017/m031017_02d.pdf>.

⁵⁵ <www.ebk.ch>.

⁵⁶ ABl. 2003 L 96 vom 12.04.2003, S. 16; eingehend dazu Weber/Schaller (Fn. 35), 180 ff.

⁵⁷ ABl. 2003 L 339 vom 24.12.2003, S. 70.

⁵⁸ ABl. 2003 L 339 vom 24.12.2003, S. 73.

⁵⁹ ABl. 2003 L 336 vom 23.12.2003, S. 33.

⁶⁰ Zum Überblick vgl. etwa Neue Zürcher Zeitung Nr. 5, 8.01.2004, S. 29.

⁶¹ Vgl. etwa Weber/Schaller (Fn. 35), 183 und die Verweise dort in Fn. 46; Zobl/Kramer (Fn. 38), N 1031; Nobel Peter, Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht, SJZ 2003, 13, 17; ders. (Fn. 7), 15: «Ziffer 3 von Art. 161 StGB wäre schlicht zu streichen». In diesem Zusammenhang ist auch auf den EBK-Sanktionenbericht vom April 2003 zu verweisen (<www.ebk.ch>), von welchem Mitte 2004 eine überarbeitete Fassung zur Veröffentlichung ansteht.

⁶² Vgl. auch Zobl/Kramer (Fn. 38), N 1031.

hin der Selbstregulierung überlassen, welche durch die Ausarbeitung und Inkraftsetzung der Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (RUF) und dem Entwurf eines EBK-Rundschreibens zum Marktmissbrauch denn auch bereits aktiv wurde. Keinen Eingang gefunden hat diese Thematik bislang in die Diskussion über die (staatliche) Finanzmarktgesetzgebung.

5. Rechnungslegung

Im Mittelpunkt des europäischen Rechnungslegungsrechts steht die Verordnung der EU betreffend die *Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards*⁶³ (IFRS = [vormals] IAS), hervorgegangen aus der sog. Rechnungslegungsstrategie der EU aus dem Jahre 2000⁶⁴. Diese neue Verordnung setzt sich zum Ziel, durch die Einführung eines gemeinschaftsweiten Rechnungslegungsstandards mit Blick auf die Jahresabschlüsse der Gesellschaften, welche dem Recht eines Mitgliedstaates unterliegen, einen hohen Grad an Transparenz und Vergleichbarkeit zu erreichen (Art. 1). Der zeitliche Geltungsbereich der Verordnung erstreckt sich auf die Jahresabschlüsse derjenigen Gesellschaften, bei denen das Geschäftsjahr am oder nach dem 1. Januar 2005 beginnt (Art. 4).

In der Schweiz ist – allerdings erst am Horizont – das Bundesgesetz über die Rechnungslegung und Revision (RRG) auszumachen. Obwohl der Vorentwurf des *Rechnungslegungsgesetzes* bereits seit Juni 1998 vorliegt⁶⁵, steht die Botschaft des Bundesrates noch aus. Der Grund für dieses Zuwarten liegt darin, dass einerseits das Projekt in zwei Teile aufgesplittet wurde (Teil 1: Revisionspflicht, Zulassung zur Revision, Aufsicht über die

Revisionsstellen; Teil 2: Buchführung und Rechnungslegung) und andererseits der Bundesrat internationale Entwicklungen hinsichtlich der Zulassung und Beaufsichtigung der Revisoren in Betracht ziehen wollte⁶⁶; neben dem EU-Rechnungslegungsrecht ist insbesondere der US-amerikanische Sarbanes-Oxley Act⁶⁷ mitzubersichtigen. Der bis anhin vorliegende VE-RRG beinhaltet u.a. den mittlerweile international anerkannten Bilanzierungsgrundsatz der *True and Fair View* (Art. 8 Abs. 1 VE-RRG, dort *Fair Presentation* genannt) und die Pflicht von Gesellschaften einer gewissen Grösse zur Rechnungslegung nach den Grundsätzen der *Swiss GAAP FER*, der *IFRS* oder der *US GAAP* (Art. 35 f. und 41 VE-RRG).

6. Corporate Governance

Eine *Good Corporate Governance* ist für die EU ein erstrebenswertes Ziel, weil sich eine Erhöhung der Transparenz auf Unternehmensebene, sowie ein damit einhergehender Abbau von Informationsasymmetrien positiv auf das traditionelle Spannungsverhältnis zwischen Prinzipal (Aktionär) und Agent (Verwaltungsrat und Geschäftsleitung) auswirkt, was letztlich auch den Finanzmärkten in Form eines höheren Informationsgehaltes (Informationseffizienz) zugute kommt. Nach Vorarbeiten verschiedenster privater Vereinigungen und einer rechtsvergleichenden Studie im Auftrag der Europäischen Kommission (sog. Winter-Bericht)⁶⁸ manifestierte sich das Vorhaben der EU zur gemeinschaftsweiten Etablierung einer *Good Corporate Governance* im Mai 2003 in einem *Aktionsplan* zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und zur Verbesserung der *Corporate Governance*⁶⁹. Dieser Aktionsplan soll die

Grundlage für eine künftige Harmonisierung der mitgliedstaatlichen *Corporate Governance*-Bestimmungen bilden; dabei wird zwischen kurzfristigen (2003–2005), mittelfristigen (2006–2008) und langfristigen (ab 2009) Massnahmen unterschieden⁷⁰. Auffallend ist, dass die EU im Bereich der *Corporate Governance* nicht einen Einheitserlass, z. B. in Form eines Erlasses einer *Corporate Governance*-Richtlinie, anvisiert, sondern sich vielmehr auf *Einzelmassnahmen* beschränkt⁷¹. Diese «problembezogene Selektivangleichung»⁷² kommt nicht von ungefähr: Die EU weicht im europäischen Gemeinschaftsrecht je länger je mehr ab vom ursprünglichen Vorhaben einer Gesamtharmonisierung; statt dessen soll in zentralen Einzelfragen eine Angleichung der mitgliedstaatlichen Rechtsnormen stattfinden⁷³.

⁶³ ABl. 2002 L 243 vom 11.09.2002, S. 1.

⁶⁴ Rechnungslegungsstrategie der EU: Künftiges Vorgehen (KOM 2000/359 vom 13.06.2000).

⁶⁵ Zum Stand des Gesetzgebungsverfahrens vgl. <www.finweb.admin.ch/pdf_neue_Version/PDF-d/FS-Rechnungslegung_BJ_d.pdf>.

⁶⁶ Vgl. Zobi/Kramer (Fn. 38), N 97 Fn. 249.

⁶⁷ Abrufbar unter <<http://news.findlaw.com/hdocs/docs/gwbush/sarbesoxley072302.pdf>>.

⁶⁸ Vgl. dazu *Engammare Valérie/Weber Rolf H.*, *Transparence des Sociétés à l'égard des Actionnaires et des Tiers: Perspectives de Droit européen et de Droit suisse*, SJ 2004 II, 67, 85 f.

⁶⁹ KOM 2003/284 vom 21.05.2003.

⁷⁰ Vgl. die Auflistung aller Massnahmen in KOM 2003/284, S. 28 ff; vgl. zum Überblick auch *Neue Zürcher Zeitung* Nr. 117, 22.05.2003, 19.

⁷¹ Vgl. *Engammare/Weber* (Fn. 68), 87.

⁷² *Merkt Hanno*, *Gedanken zur neuen Dynamik im europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, EuZ 2004, 50, 51.

⁷³ Vgl. *Merkt* (Fn. 72), 51.

Die internationalen Entwicklungen im Bereich der Corporate Governance wirken sich auch auf die Schweiz aus. Die Schweizer Börse (SWX) hat am 17. April 2002 eine Corporate Governance-Richtlinie (RLCG) erlassen, deren persönlicher Geltungsbereich sich auf die an der SWX kotierten Gesellschaften erstreckt und bereits umfassende Transparenzvorschriften vorsieht. Darüber hinaus erarbeitete die *economiesuisse* (ebenfalls im Jahre 2002) den Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, der allerdings im Gegensatz zur RLCG blossen Empfehlungscharakter aufweist. Zur Erhöhung der demokratischen Legitimation der Corporate Governance-Vorschriften sollen diese Erlasse nun teilweise in Gesetze überführt werden. Am aktuellsten ist die Revision des OR, welche sich mit der *Offenlegung von Vergütungen* (Löhne, Boni, etc.) an das obere Management einer börsenkotierten Gesellschaft befasst. Momentan liegen Bericht und Vorentwurf für eine Änderung des Obligationenrechts vor, betitelt mit «Transparenz betreffend Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrates und

der Geschäftsleitung». Die wichtigste Neuerung findet sich im Art. 663b^{bis} OR: Börsenkotierte Gesellschaften müssen im Anhang zur Bilanz alle Vergütungen angeben, welche direkt oder indirekt dem Verwaltungsrat oder der Geschäftsleitung ausgerichtet wurden (Abs. 1); zusätzlich vorgesehen ist ein Beispielkatalog der auszuweisenden Vergütungen (Abs. 2). Auffallend ist, dass die Vergütungen, welche die Verwaltungsräte bezogen haben, auch einzeln auszuweisen sind, während bezüglich der Geschäftsleitung nur die Erwähnung des Gesamtbetrages und des höchsten, auf ein Mitglied entfallenden Betrages gefordert werden (vgl. Abs. 4). Am 23. Juni 2004 hat der Bundesrat die entsprechende Botschaft verabschiedet.

IV. Regulierung der Finanzmarktdienstleistungen

1. Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB)

Bereits 1993 erliess die europäische Gemeinschaft die Richtlinie 93/13 des Rates vom 5. April 1993 über missbräuchliche Klauseln in Verbraucherverträgen⁷⁴. Mit dieser *AGB-Richtlinie* sollen die mitgliedstaatlichen AGB-Vorschriften harmonisiert und einer Verwendung missbräuchlicher AGB zu Lasten der schwächeren Vertragspartei (Verbraucher) ein Riegel geschoben werden. Die Richtlinie beinhaltet neben einigen Begriffsbeschreibungen (Art. 2: missbräuchliche Klauseln; Verbraucher; Gewerbetreibender) v.a. die materiell wichtigen Bestimmungen zur Missbräuchlichkeit (Art. 3 und 4) sowie zu den Anforderungen an die Abfassung von AGB (Art. 5).

In der Schweiz ist kein AGB-Gesetz in Sichtweite, denn die Skepsis gegenüber einer umfassenden AGB-

Kontrolle ist weiterhin recht gross. Die schweizerische Rechtsprechung begnügt sich mit einer Unklarheiten- und Ungewöhnlichkeitskontrolle⁷⁵; eine umfassende Inhaltskontrolle wird in der Gerichtspraxis nicht vorgenommen. Die Anwendung von Art. 8 UWG bei der Beurteilung von AGB scheidet regelmässig am Fehlen des Täuschungselements, was deshalb problematisch ist, weil die im UWG vorgesehene *Verbandsklage* ein sinnvolles Mittel wäre, die Probleme einer effizienten Rechtsdurchsetzung im AGB-Recht zumindest ansatzweise zu entschärfen⁷⁶.

2. Fernabsatzverträge

Begriffstypisch für einen *Fernabsatzvertrag* ist laut Art. 2 Ziff. 1 der europäischen *Fernabsatz-Richtlinie*⁷⁷ der Umstand, dass der Vertragsabschluss mit Hilfe von sog. «Fernkommunikationstechniken» erfolgt. Unter diesen Begriff lässt sich gemäss Art. 2 Ziff. 4 der Richtlinie jedes Kommunikationsmittel subsumieren, welches zum Vertragsabschluss zwischen Verbraucher und Lieferer *ohne gleichzeitige körperliche Anwesenheit* der Vertragsparteien eingesetzt werden kann. Dazu zählen etwa vorgefertigte Standardbriefe, Kataloge, telefonische Kommunikation⁷⁸, Hörfunk, Videotext, elektronische Post, etc. (vgl. die enumerative Aufzählung in Anhang I der Richtlinie). Fernabsatzverträge können sowohl *Waren* wie auch *Dienstleistungen* zum Leistungsgegenstand haben (Art. 2 Ziff. 1 der Richtlinie). Vom sachlichen Geltungsbereich der Fernabsatz-Richtlinie ausgenommen sind u.a. Finanzdienstleistungen (Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Anhang II der Richtlinie); diese fallen indessen in den Geltungsbereich der Finanzdienstleistungs-Richtlinie⁷⁹. Die Fern-

⁷⁴ ABl. 1993 L 95 vom 21.04.1993, S. 29.

⁷⁵ Dazu statt vieler *Gauch Peter/Schlupe Walter R./Schmid Jörg*, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, Band I, 8. Aufl. Zürich 2003, N 1138 ff.

⁷⁶ Vgl. *Gauch/Schlupe/Schmid* (Fn. 75), N 1151 ff, 1157a.

⁷⁷ Richtlinie 97/7 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 1997 über den Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz (ABl. 1997 L 144 vom 04.06.1997, S. 19).

⁷⁸ Die Geschäftsanbahnung mittels telefonischer Kommunikation ist allerdings aus dem Aspekt der Beweisführung für den Lieferer äusserst heikel.

⁷⁹ Dazu eingehender hinten IV.3.

absatz-Richtlinie sieht in Art. 4 und 5 weitreichende Informationspflichten (inkl. Dokumentation) vor, die der Lieferer gegenüber dem Verbraucher vor Vertragsabschluss zu erfüllen hat. Art. 6 der Richtlinie beinhaltet sodann das zentrale Widerrufsrecht des Verbrauchers; die EU auferlegt den Mitgliedstaaten die Pflicht, eine mindestens siebentägige Widerrufsfrist vorzusehen.

Die Bemühungen des *schweizerischen Gesetzgebers* zur Regulierung von Fernabsatzverträgen manifestieren sich im Entwurf zu einem Bundesgesetz über den elektronischen Geschäftsverkehr (bislang als sog. E-Commerce-Gesetz bezeichnet)⁸⁰. Diese Gesetzesvorlage sieht allerdings ausschliesslich Änderungen des OR sowie des UWG vor, weshalb die irreführende Bezeichnung «E-Commerce-Gesetz» künftig dahinfallen dürfte. Momentan arbeitet das EJPD - unter Einbezug der Vernehmlassungsergebnisse - die Botschaft aus, welche voraussichtlich Ende 2004 fertiggestellt sein wird⁸¹. Im Bereich des Obligationenrechts ragt besonders die geplante Revision der Art. 40a ff OR hervor⁸², die eine privatrechtliche Normierung der Fernabsatzverträge einführen soll: In Anlehnung an die Fernabsatz-Richtlinie der EU werden Fernabsatzverträge definiert als Verträge, die ohne gleichzeitige körperliche Anwesenheit der Vertragsparteien abgeschlossen werden und bei denen der Anbieter im Rahmen eines für den Fernabsatz organisierten Vertriebssystems ausschliesslich ein oder mehrere Fernkommunikationsmittel verwendet (Art. 40c Abs. 1 E-OR). Nicht zu den Fernabsatzverträgen sind (u.a.) diejenigen Verträge zu zählen, welche Finanzdienstleistungen zum Gegenstand haben (vgl. Art. 40a Abs. 2 lit. b E-OR). Sodann befasst sich Art. 40d E-

OR mit den Informationspflichten des Anbieters gegenüber dem Verbraucher, Art. 40e E-OR beinhaltet das Widerrufsrecht des Verbrauchers (Frist: sieben Tage). Der Erfüllungsort wird schliesslich in Art. 74 Abs. 2 Ziff. 4 E-OR festgelegt⁸³: Sachleistungen im Rahmen von Fernabsatzverträgen werden als Bringschuldenaufgefasst⁸⁴.

3. Fernabsatz Finanzdienstleistungen

Zur Angleichung der mitgliedstaatlichen Vorschriften bezüglich des *Fernabsatzes von Finanzdienstleistungen* erliess die EU die Richtlinie 2002/65 des europäischen Parlaments und des Rates vom 23. September 2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher und zur Änderung der Richtlinie 90/619 des Rates und der Richtlinien 97/7 und 98/27⁸⁵. Gemäss Art. 2 lit. b der Richtlinie werden vom Begriff «Finanzdienstleistungen» *alle Bankdienstleistungen* sowie *weitere Dienstleistungen*, welche im Zusammenhang mit einer *Kreditgewährung, Versicherung, Altersversorgung von Einzelpersonen, Geldanlage oder Zahlung* stehen, erfasst. Sodann stellt die Richtlinie eine Reihe von Informationspflichten auf, welche der Anbieter der Finanzdienstleistung gegenüber dem Verbraucher zu erfüllen hat (Art. 3 und 4): Einerseits hat der Anbieter über sich selbst zu informieren (Identität, Registrierung, etc.), andererseits sind Informationen zur Finanzdienstleistung (wesentliche Eigenschaften der Dienstleistung, Gesamtpreis, etc.) und zum Fernabsatzvertrag (Widerrufsbelehrung, Mindestlaufzeit, Sprache, etc.) geschuldet. Weiter wird ein Widerrufsrecht des Verbrauchers, auszuüben innerhalb einer Frist

von 14 Kalendertagen, vorgesehen (Art. 6)⁸⁶.

Gemäss Art. 40a Abs. 2 lit. b E-OR zählen Finanzdienstleistungen nicht zum sachlichen Anwendungsbereich der (schweizerischen) E-Commerce-Gesetzesvorlage. Dem Vernehmen nach sollen allerdings mit der auf Ende 2004 erwarteten Botschaft auch Finanzdienstleistungen in die Vorlage integriert werden. Aus Rechts- und Verkehrssicherheitsgründen wäre darüber hinaus eine Klarstellung des Begriffs «Finanzdienstleistungen» wünschenswert; der Begleitbericht zum Vorentwurf führt dazu aus, dass zu den Verträgen über Finanzdienstleistungen auch «die Verträge im Zusammenhang der Tätigkeit der Banken, der Versicherungen und der Börse so-

⁸⁰ Der Entwurf ist einsehbar unter <www.bj.admin.ch/themen/konsumentenschutz/vn-ve-d.pdf>.

⁸¹ Zum aktuellen Stand der Dinge vgl. <www.bj.admin.ch/themen/konsumentenschutz/intro-d.htm>.

⁸² Dazu eingehender *Gasser Urs*, E-Commerce: Innovation im (Vertrags-)Recht?, *SJZ 2001*, 386, 388 f.

⁸³ Vgl. dazu ausführlich *Honsell Heinrich/Pietruszak Thomas*, Das Bundesgesetz über den elektronischen Geschäftsverkehr, *AJP 2001*, 771, 786 f.

⁸⁴ Dem Vernehmen nach wird die Botschaft indessen keine solche Erfüllungsortregelung mehr vorsehen.

⁸⁵ ABl. 2002 L 271 vom 09.10.2002, S. 16. Mitunter kann mit Bezug auf Finanzdienstleistungen auch die (vorliegend nicht näher zu betrachtende) E-Commerce-Richtlinie teilweise einschlägig sein.

⁸⁶ Ausführlich dazu (allerdings noch zum Richtlinien-Vorschlag der Kommission) *Burki Domino*, E-Banking: Fernabsatz von Finanzdienstleistungen in der EU, *SJZ 2001*, 391, 393 ff.

⁸⁷ Begleitbericht zum Entwurf, S. 11 (<www.bj.admin.ch/themen/konsumentenschutz/vn-ber-d.pdf>).

wie mit dem Effektenhandel»⁸⁷ zu zählen sind. Wohl dürften darunter auch Dienstleistungen wie Anlageberatung, Vermögensverwaltung und Finanzanalyse zu subsumieren sein, gesichert ist diese extensive Betrachtungsweise aber keineswegs.

Von diesen Unklarheiten abgesehen, werden Finanzdienstleistungen in den übrigen Kodifikationen des schweizerischen Rechts nicht spezifisch geregelt. Finanzdienstleistungen sind somit nur (aber immerhin) im Lichte der dem Verbraucherschutz dienenden Bestimmungen zu beurteilen⁸⁸. Insbesondere Art. 11 BEHG füllt indessen diese Lücke, indem die Aufklärungs-, Sorgfalts- und Treuepflichten im Rahmen des Effektenhandels die Rechtsprechung aus dem Bereich des Auftragsrechts konkretisieren⁸⁹.

4. Wertpapierdienstleistungen

Ende April 2004 verabschiedeten und publizierten das Europäische Parla-

ment und der Rat die sog. *Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie*⁹⁰.

Der sachliche Anwendungsbereich erstreckt sich nur (aber immerhin) auf *Wertpapierfirmen und geregelte Märkte* (Art. 1 Abs. 1). Wertpapierfirmen sind Finanzintermediäre, welche Wertpapierdienstleistungen anbieten (vgl. Art. 4). Diese sollen künftig mit der erfolgten Zulassung im Herkunftsmitgliedstaat über einen EU-Pass verfügen (Art. 6 Abs. 3). Zudem differenziert die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie zwischen privaten (Kleinanleger) und institutionellen Anlegern (professioneller Kunde; Art. 4 Ziff. 11 und 12). Für professionelle Marktteilnehmer sind die Vorschriften zur sog. «Internalisierung» bemerkenswert (Art. 27): Internalisierung bedeutet die unternehmensinterne Abwicklung von Kundenaufträgen ausserhalb eines geregelten Marktes; diese soll – in Verbindung mit flankierenden Massnahmen zum Schutze des Kleinanlegers vor Übervorteilung – europaweit als zulässig erklärt werden⁹¹. Zudem sieht die Richtlinie v.a. mit Bezug auf Kleinanleger umfangreiche Informationspflichten vor (Art. 19).

Im *schweizerischen Recht* werden Wertpapierdienstleistungen nicht in einer eigenen Kodifikation geregelt; vielmehr sind die einschlägigen Bestimmungen aus dem Privat-, Straf- und Aufsichtsrecht (inkl. Selbstregulierung) im Einzelfall beizuziehen; im Vordergrund stehen die Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten gemäss Art. 11 BEHG.

Im Falle der Erbringung grenzüberschreitender Wertpapierdienstleistungen sind für in der Schweiz niedergelassene Finanzintermediäre die Bestimmungen des Lugano-Übereinkommens (LugÜ) zu beachten; gemäss Art. 13–15 LugÜ sind für Klagen eines

Verbrauchers mit Wohnsitz in einem LugÜ-Vertragsstaat nach dessen Wahl die Gerichte des betreffenden LugÜ-Vertragsstaats oder die schweizerischen Gerichte zuständig⁹². Bestimmungen zum anwendbaren Recht können schliesslich dazu führen, dass im Rahmen von Verbraucherverträgen (z. B. Wertpapierdienstleistung an privaten Abnehmer) *fremdes Recht*, d.h. das Recht des Staates, in welchem der Verbraucher seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat, zur Anwendung zu gelangen vermag (vgl. etwa Art. 120 des schweizerischen IPRG).

5. E-Banking

Die EU hat das E-Banking – neben der bereits erwähnten Finanzdienstleistungs-Richtlinie⁹³ – durch den Erlass der Richtlinie 2000/46 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. September 2000 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von *E-Geld-Instituten*⁹⁴ geregelt. E-Geld-Institute sind gemäss Art. 1 Abs. 3 lit. a Unternehmen, welche Zahlungsmittel in Form von elektronischem Geld (E-Geld) ausgeben. *E-Geld* wird von der Richtlinie definiert (1) als monetärer Wert in Form einer Forderung gegen die ausgebende Stelle, der auf einem Datenträger gespeichert ist, (2) sodann gegen Entgegennahme eines Geldbetrages, dessen Wert nicht geringer ist als der ausgegebene monetäre Wert, und (3) schliesslich von anderen Unternehmen als der ausgebenden Stelle als Zahlungsmittel akzeptiert wird (Art. 1 Abs. 3 lit. b der Richtlinie). Neben Vorschriften zum Anfangskapital und dem laufenden Eigenkapital eines E-Geld-Institutes (Art. 4) sowie zu den eigentlichen Kapitalanlagebeschränkungen (Art. 5) beinhaltet die Richtlinie das Rücktauschrecht des Inhabers

⁸⁸ Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass nicht sachgemäss erbrachte Finanzdienstleistungen für das betreffende Finanzdienstleistungsinstitut (Bank, Effektenhändler, Fondsleitung AG) durchaus auch aufsichtsrechtliche Folgen (z. B. Massnahmen der EBK aufgrund einer Verletzung der Pflicht zur einwandfreien Geschäftstätigkeit) nach sich ziehen können.

⁸⁹ Statt vieler *Weber Rolf H.*, Börsenrecht, Kommentar zum BEHG, Zürich 2001, Art. 11 N 2.

⁹⁰ Richtlinie 2004/39 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, ABl. 2004 L 145 vom 30.04.2004, S. 1.

⁹¹ Dazu eingehender *Furrer Andreas/Ferrari Hofer Lorenza/Roos Christian/Widmer Oliver/Henzen-Walser Barbara*, Praxis-Spot «EuroSwiss», AJP 2004, 578, 585.

⁹² Ausführlicher dazu *Burki* (Fn. 86), 395.

⁹³ Vgl. vorn IV.3.

⁹⁴ ABl. 2000 L 275 vom 27.10.2000, S. 39.

von E-Geld gegen Münzen und Banknoten zum Nennwert bzw. in Form einer Überweisung auf ein Konto (Art. 3), sowie die Anforderungen an eine solide und umsichtige Geschäftsführung eines E-Geld-Institutes (Art. 7). Ziel der Richtlinie ist der *Vertrauensschutz* des Inhabers von E-Geld, welcher als eine Wesensart des Verbraucherschutzes aufzufassen ist.

In der Schweiz unterliegen Finanzinstitute, die Internet-Banking anbieten, denselben Bewilligungsvoraussetzungen wie alle übrigen Banken. Vor dem Inkrafttreten der VSB 03 und der GwV-EBK erliess die EBK vorläufige Mindeststandards für reine Internet-Banken (und Internet-Effektenhändler)⁹⁵. Im Vordergrund steht dabei die Bemühung, bei wichtigen Kunden eine besondere *Identifikation* im Sinne einer *persönlichen Vorsprache* vorzusehen.

V. Schlussbetrachtung und Ausblick

Das europäische Finanzmarktrecht befindet sich in einer Phase des Umbruchs, welche auf den ersten Blick ein äusserst disparates Bild abgibt, jedoch von der «Klammer» *Financial Services Action Plan* zusammengehalten wird. Ein solcher Plan würde auch der Schweiz gut anstehen, weil man den Eindruck nicht ganz los wird, dass die Regulierungsvorhaben zuweilen recht unkoordiniert verlaufen⁹⁶. Einen Schritt in die richtige Richtung machen immerhin die im August 2003

publizierten «*Leitlinien für die Finanzplatzpolitik*»⁹⁷ durch das Eidg. Finanzdepartement (EFD).

Die schweizerischen Entwicklungen einer integrierten Finanzmarktaufsichtsbehörde (Entwurf FINMAG), die Revision zentraler Finanzmarkterlasse (BankG, AFG, NBG, etc.) und die geplante Kodifikation des E-Commerce sind grundsätzlich zu begrüßen. Doch ist darauf zu achten, dass ob diesen (zugegebenermassen) äusserst komplexen und zeitraubenden Vorhaben nicht weitere, genauso wichtige Teilaspekte des Finanzmarktrechts wie z. B. die *Zentralisierung der Gerichtsbehörden* (Bundesaktien-⁹⁸, Bundeskapitalmarktgericht⁹⁹) oder die *Regulierung der Finanzanalyse-Branche auf staatlicher Ebene* vergessen gehen. Gerade mit Blick auf die sowohl in den USA als auch in der EU beobachtbaren Tendenzen in Richtung einer staatlichen Aufsicht der Finanzanalyse-Branche wäre auch in der Schweiz wenn nicht ein direkter Nachvollzug, so doch zumindest eine Diskussion über die Vor- und Nachteile einer *Analysten-Norm* angebracht; jedenfalls liessen sich auf der Baustelle des schweizerischen Finanzmarktrechts noch weitere «Gräben» ausheben¹⁰⁰.

Auf den Baustellen des europäischen wie auch des schweizerischen Finanzmarktrechts sollte in absehbarer Zeit ein ganzheitliches, kohärentes Gebäude entstehen, welches sich in der Lage zeigt, den marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen gewisser Marktteilnehmer den Riegel zu

schieben und dadurch den Finanzmärkten eine stabilitäts-, integritäts- und effizienz sichernde rechtliche Stütze zu bieten.

⁹⁵ Die Mindeststandards der EBK sind abrufbar unter <<http://www.ebk.admin.ch/d/archiv/2001/neu5-01.pdf>>.

⁹⁶ Dieser Befund verdeutlicht sich nicht zuletzt in der harschen Kritik, welche die Vertreter der Finanzbranche (SBVg, SWX, Treuhänderkammer, economiesuisse, Verband Schweizerischer Kantonalbanken, u. a.) an dem von der EBK in die Vernehmlassung gegebenen Rundschreiben «Aufsichtsrechtliche Regeln zur Vermeidung von Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsregeln)» übten: Praktisch durchgehend wird die EBK ermahnt, nicht laufende Gesetzgebungsprojekte wie das FINMAG und die Revision des Insider-Tatbestandes (Art. 161 StGB) zu konkurrenzieren bzw. sich mit diesen abzustimmen (vgl. dazu die Stellungnahmen der Branchenvertreter, abrufbar unter <www.ebk.ch/d/regulier/Stellungnahmen.htm>).

⁹⁷ Die Leitlinien sind abrufbar unter <www.efd.admin.ch>.

⁹⁸ Vgl. von der Crone Hans Caspar, Ein Aktienrecht für das 21. Jahrhundert, SZW 1998, 157, 169, sowie ders., Markt und Intervention – Erste Folgerungen aus der aktuellen Krise, SZW 2003, 57, 64.

⁹⁹ Vgl. Weber/Schaller (Fn. 35), 189.

¹⁰⁰ Mit Nobel ist allerdings auch einzuwenden, dass sich der Finanzmarktgesetzgeber auf die wirklich notwendigen Projekte beschränken soll; vgl. Nobel Peter, Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2002 bis Mitte 2003, SZW 2003, 277, 278: «Vieles [in der Finanzmarktgesetzgebung] ist im Flusse und es täte vielleicht auch gut, sich wieder einmal an die sachenrechtliche Kategorisierung in notwendig, nützlich und luxuriös zu erinnern, wenn man schon den Mut zu einer neuen Gesamtordnung nicht hat.»