

## Kapitel 1

# Das schweizerische Kapitalmarktrecht in Bewegung<sup>1</sup>

Prof. Dr. Peter Forstmoser

Universität Zürich

### 1.1 Zeit der Reformen

#### a) Das schweizerische Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> schien lange Zeit in Stein gemeißelt:

<sup>1</sup> *Erweiterte und per Ende Dezember 1991 à jour geführte Fassung des am 8.10.1991 an der Tagung der Bankeninstitute St. Gallen und Zürich gehaltenen Referats. Beabsichtigt ist die Momentaufnahme eines in rascher Entwicklung befindlichen Normenkomplexes, der in der Schweiz bisher kaum als eigenständiger und zusammenhängender Rechtsbereich verstanden und untersucht worden ist. Auf einen wissenschaftlichen Apparat wird verzichtet, und die Anmerkungen beschränken sich auf die wesentlichsten Hinweise und Ergänzungen. Aufgrund redaktioneller Verzögerungen bei der Drucklegung mögen einige Aussagen etwas an Aktualität eingebüsst haben.*

<sup>2</sup> *Grundlegend hierzu das Sonderheft "Schweizerisches Kapitalmarktrecht. Stand und Perspektiven" (hrsg. von Peter Nobel), Wirtschaft und Recht 38 (1986) 81 ff und dort Klaus J. Hopt: "Schweizerisches Kapitalmarktrecht - Begriff, Aufgaben und aktuelle Probleme", 101 ff. sowie der Sammelband "Kolloquium Schweizerisches Kapitalmarktrecht" (hrsg. von Alfred Dufour und Alain Hirsch, Schweizerische Beiträge zum Europarecht Bd. 31 (Genf 1987).*

*Der Begriff kann mit Daniel Daeniker ("Anlegerschutz bei Obligationsanleihen", Diss. Zürich, erscheint voraussichtlich 1992, 12) und in Anlehnung an Hopt, a.a.O. 102 ff umschrieben werden "als die Gesamtheit der Grundsätze und Normen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und verbrieften bzw. öffentlich registrierten Geldforderungstiteln - kurz: fungiblen Kapitalmarktinstrumenten - befassen, um den Individualschutz der Anleger und den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten." Es handelt sich um eine "gebietsübergreifende*

- Zwar wurden in den frühen achtziger Jahren Vorarbeiten für eine grundlegende Revision des Bankengesetzes weit vorangetrieben, schliesslich aber - aufgrund der Kritik in einer Vernehmlassung - 1986 ad acta gelegt. So blieb es beim Gesetz von 1934, das nur 1971 und 1974 geringfügig geändert worden ist, wobei freilich weittragende Anpassungen auf Verordnungsstufe vorgenommen wurden, die materiell Gesetzesänderungen nahe kommen.
- Das Aktienrecht ist seit 1936 unverändert in Kraft.
- Die kantonalen Börsengesetze sind zwar in Genf und Basel in neuerer Zeit geändert worden. Für den weitaus wichtigsten Börsenplatz Zürich gilt dagegen das "Wertpapiergesetz" von 1912, das ein einziges Mal und geringfügig im Jahre 1922 revidiert wurde.

b) In den letzten Jahren sind nun die Fronten in Bewegung geraten, wobei sich die Reformarbeiten in unterschiedlichen Stadien befinden:

- Das Aktienrecht ist am 4. Oktober 1991 vom Parlament definitiv und ohne Gegenstimme verabschiedet worden. Es tritt per 1. Juli 1992 in Kraft<sup>3</sup>.
  - Seit März 1991 liegt der Vorentwurf für ein eidgenössisches Börsengesetz vor, zu welchem die Vernehmlassung im September abgeschlossen worden ist.
- Zugleich steht auf kantonaler Ebene eine Revision des Zürcher Wertpapiergesetzes unmittelbar vor der Beratung im Parlament.
- Für öffentliche Uebernahmen "gilt" seit September 1989 ein auf privater Basis entstandener "Uebernahme-Kodex" (revidiert per 1. Mai

---

*Kategorie" (Hopt, a.a.O. 103), was auch mit den folgenden Ausführungen gezeigt werden soll. Erfasst werden Bereiche etwa des Aktienrechts, des Banken- und Börsenrechts, des Anlagfondsrechts, des Wertpapierrechts und des Wirtschaftsstrafrechts.*

<sup>3</sup> Ein Referendum ist nicht ergriffen worden.

1991), und der Vorentwurf für ein eidgenössisches Börsengesetz enthält Vorschläge für eine staatliche Uebernahmeregelung.

- Das Anlagefondsgesetz ist zur Zeit ebenfalls in Revision; die Expertenkommission hat ihren Vorschlag mit ausführlichen Erläuterungen Ende 1991 abliefern können.
- Des weiteren wird ein Gesetz über die Finanzdienstleistungen ins Auge gefasst, für das seit Februar 1991 eine Expertengruppe die Grundlagen klärt. Dem Vernehmen nach ist der Bericht der Kommission Anfang 1992 zu erwarten und hofft der Bundesrat, im Laufe des Jahres 1992 eine Botschaft hiezu verabschieden zu können - ein Terminplan, der freilich recht optimistisch erscheint.
- Auch im Wirtschaftsstrafrecht sind die Reformen im Gang: Am 1. Juli 1988 ist die Insider-Strafnorm (Art. 161 StGB) in Kraft getreten<sup>4</sup>. Seit dem 1. August 1990 sind die neuen Art. 305bis und 305ter StGB über Geldwäscherei und mangelnde Sorgfalt bei Geldgeschäften geltendes

---

<sup>4</sup> *Bestraft wird das Ausnützen der Kenntnis kursrelevanter vertraulicher Tatsachen zur Verschaffung eines Vermögensvorteils. Die Insider-Strafnorm hat bis heute zwar erst zu einer einzigen, noch nicht rechtskräftigen Verurteilung geführt. Ihre präventive Wirkung ist aber nicht zu unterschätzen: Zum einen ist das Unrechtsbewusstsein bei potentiellen Insidern markant gestiegen, und zum andern bemühen sich die Gesellschaften weit mehr als früher, insiderträchtige Informationen geheim zu halten. Grundlegend zum Insiderstrafrecht: Niklaus Schmid: "Schweizerisches Insiderstrafrecht" (Bern 1988); Peter Böckli: "Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates" (Zürich 1989) sowie der von François Dessemontet herausgegebene Sammelband: "La répression des opérations d'initiés" (Lausanne 1990).*

Recht<sup>5</sup>. Im Vorentwurf für ein eidg. Börsengesetz wird schliesslich ein neuer Straftatbestand der Kursmanipulation<sup>6</sup> vorgesehen.

- Von der Reformwelle unberührt blieb dagegen das Wertpapierrecht des Bundes. Dass in diesem Bereich keine Korrekturen erfolgten oder auch nur beabsichtigt sind<sup>7</sup>, erstaunt deshalb, weil die konsequent auf das Wertpapier als physische Erscheinung ausgerichteten Regeln in einem Umfeld der elektronischen Datenverarbeitung immer archaischer wirken. Bezeichnenderweise wird denn auch in den hängigen Gesetzesvorlagen - eidgenössisches und kantonales Börsengesetz sowie Anlagefondsgesetz - nicht mehr (nur) von Wertpapieren gesprochen, sondern von "Wertrechten" oder "Effekten", was die zwangslose Erfassung auch der nicht in Papieren verkörperten, massenweise emittierten Wertrechte erlaubt.

<sup>5</sup> *Geldwäscherei wird gesetzlich umschrieben als Handlung, "die geeignet ist, die Ermittlung der Herkunft, die Auffindung oder die Einziehung von Vermögenswerten zu vereiteln, die, wie er [der Täter] weiss oder annehmen muss, aus einem Verbrechen herrühren". Mangelnde Sorgfalt bei Geldgeschäften liegt dann vor, wenn jemand, der berufsmässig fremde Vermögenswerte annimmt, aufbewahrt, anlegen oder übertragen hilft, es unterlässt, "mit der nach den Umständen gebotenen Sorgfalt die Identität des wirtschaftlich Berechtigten festzustellen". Vgl. zu den beiden neuen Strafnormen Christoph K. Graber: "Geldwäscherei" (Bern 1990).*

<sup>6</sup> *Bestraft werden soll nach einem neuen Art. 161bis StGB, wer "wissentlich Börsengeschäfte tätigt oder unwahre Angaben verbreitet mit der Absicht, Dritte zum Kauf oder Verkauf von Effekten zu verleiten oder sie davon abzuhalten und daraus für sich oder für Dritte einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen". Nach einer zur Diskussion gestellten Variante soll die Absicht, "einen Börsenkurs künstlich zu beeinflussen" wesentliches Tatbestandselement sein. Zur Problematik einer Strafnorm gegen Kursmanipulationen vgl. Robert Roth: Manipulation boursière: questions pour la construction d'une nouvelle incrimination, SZW 63 (1991) 233 ff.*

<sup>7</sup> *Nach einer Auskunft des Bundesamtes für Justiz bestehen zur Zeit keine Pläne für eine Reform des Wertpapierrechts.*

- c) Der Anlass für diese gesetzgeberische Aktivität, die zuweilen in Hektik und unrealistischen Terminvorgaben mündet<sup>8</sup>, kann in internen wie in externen Gründen gefunden werden:

- Beim Aktienrecht steht schon seit Mitte der sechziger Jahre fest, dass die aus der Zwischenkriegszeit stammende Ordnung den Anforderungen nicht mehr zu genügen vermag: Einerseits bietet das geltende Recht eine ungenügende Handhabe für die Bekämpfung von Missbräuchen, andererseits verschliesst es sich legitimen und sinnvollen Anliegen.
- Beim Börsenrecht und beim Anlagefondsgesetz sind es dagegen die europäischen und weltweiten Entwicklungen, die eine Anpassung dringend machen: Im Zuge der Globalisierung der Kapitalmärkte macht ein kantonales (!) Gesetz von 1912 keinen Sinn mehr, und im Rahmen des Anlagefondsrechts zeigt die drastische Abwanderung ins Ausland (auf die zurückzukommen ist), dass es für eine Reform höchste Zeit ist.

- d) Im folgenden seien die hängigen Reformen etwas näher vorgestellt, wobei das Strafrecht, das die wirtschaftsrechtliche Ordnung lediglich unterstützen will, ausser Betracht bleibt. Nicht berücksichtigt - weil erst im Anfangsstadium stehend - bleiben die Bemühungen um eine gesetzliche Erfassung der Finanzdienstleistungen. Sodann wird das eidg. Börsenrecht ausgeklammert, da es Gegenstand anderer Beiträge dieser Sammelpublikation ist.

Die folgenden Ausführungen beschränken sich damit auf das Aktienrecht, das kantonale Börsenrecht, eine allfällige Take-over-Regelung und das Anlagefondsrecht. Im Vordergrund wird - wegen seiner Bedeutung und auch, weil hier definitive Ergebnisse vorliegen - das Aktienrecht stehen. Die

<sup>8</sup> *Im Aktienrecht etwa überstürzten sich die Aenderungen nach mehr als zwei Jahrzehnten gemächlichster Gangart bei den verbliebenen Differenzen und besonders der Regelung der Vinkulierung, was zu einer ganzen Reihe von - vermeidbaren - Mängeln des nun definitiven Textes geführt hat. Für das eidg. Börsengesetz wird von offizieller Seite ein Inkrafttreten auf Mitte 1993 in Aussicht gestellt, was - jedenfalls im Lichte der bisherigen Erfahrungen mit schweizerischer Gesetzgebung - utopisch schnell erscheint.*

übrigen Reformvorhaben (alle noch im Stadium der mehr oder minder grossen Ungewissheit) werden dagegen eher knapp behandelt.

## 1.2 Das neue Aktienrecht als Kapitalmarktrecht

Es mag erstaunen, dass in einer Darstellung über Kapitalmarktrecht zunächst und schwergewichtig vom Aktienrecht gesprochen wird, ist doch das Aktienrecht in erster Linie Organisationsrecht. Ein zweiter Blick zeigt jedoch, dass die Ordnung der Aktiengesellschaft als der Rechtsform für wirtschaftliche Tätigkeit in der Schweiz auch für den Kapitalmarkt von eminenter Bedeutung ist: Die Ordnung der Gründung und - vor allem - der Kapitalerhöhung für Publikumsgesellschaften wirkt sich direkt auf den Primärmarkt, die Regelung der Handelbarkeit (Stichwort: Vinkulierung) auf den Sekundärmarkt aus. Die Ausgestaltung der Beteiligungs"papiere" - Aktien und Partizipationsscheine -, die Regeln zu Transparenz und Publizität, aber auch die zur Rechtsstellung des Aktionärs (Stichworte: Informations- und Bezugsrechte) haben für den Kapitalmarkt ebenfalls einen hohen Stellenwert.

Mit dem neuen Aktienrecht werden deshalb wichtige Teilbereiche des wenig systematisierten schweizerischen Kapitalmarktrechts geändert.

Im folgenden möchte ich zunächst einige Hinweise zur Aktienrechtsreform schlechthin machen und alsdann auf einzelne für den Kapitalmarkt besonders bedeutsame Bereiche eingehen.

### 1.2.1 Gang und Schwergewichte der Reformarbeiten

- a) Die Reform des schweizerischen Aktienrechts dauerte - und dies ist selbst für die Schweiz, wo die Mühlen des Gesetzgebers traditionell langsam mahlen, rekordverdächtig - fast ein Viertel Jahrhundert: 1968 wurde - aufgrund von parlamentarischen Vorstössen in den frühen sechziger Jahren - eine erste Expertenkommission eingesetzt, die 1972 einen Zwischenbericht und erste ausformulierte Vorschläge unterbreitet hat. Damals wurden die Weichen

gestellt: Obwohl der Auftrag an die Kommission in keiner Weise beschränkt war, erklärte die Arbeitsgruppe freimütig, sie habe "ihre Aufgabe nicht darin erblickt, in das Aktienrecht neue allgemeine Grundsätze einzuführen oder bestehende umzugestalten"<sup>9</sup> und sie sei "nicht mit der Absicht an die Arbeit gegangen, neue Tendenzen zu verwirklichen oder modernen Prinzipien zum Durchbruch zu verhelfen"<sup>10</sup>. Das Resultat war denn auch ein heterogenes Sammelsurium von Vorschlägen da und dort, das im Zuge allgemeiner Ratlosigkeit zunächst einmal in die Vernehmlassung geschickt wurde.

1975 wurde der Öffentlichkeit ein Vorentwurf präsentiert, zu dem erneut eine ausgiebige Vernehmlassung durchgeführt wurde.

Eine neue Expertenkommission nahm 1978 ihre Arbeit auf und veranlasste eine Kurskorrektur: Zwar blieb es bei der Teilrevision, doch wurde nun das gesamte Aktienrecht durchgesehen und wurden die geplanten Änderungen in den grösseren Zusammenhang gestellt.

1983 erschienen schliesslich (diesmal ohne erneute Vernehmlassung) der bundesrätliche Entwurf und die Botschaft des Bundesrates.

1985 wurde die Vorlage ein erstes Mal im Nationalrat als Erstrat besprochen, 1988 im Ständerat. Die Behandlung in den Räten, die sich bis in den Sommer 1991 hinzog, hat gerade für das Kapitalmarktrecht noch wesentliche Veränderungen gebracht, so insbesondere in der Vinkulierungsfrage, welche die politische Diskussion der letzten Jahre dominiert hat.

Mitte 1992 tritt - wie erwähnt - das neue Recht in Kraft.

- b) Die Ziele der Reform waren - zumindest anfänglich - ausgesprochen kurz gesteckt, und die Reform hat sich, wie gesagt, über fast eine Generation hingezogen. So erstaunt es nicht, dass sich kein einheitlicher Grundzug

<sup>9</sup> Zwischenbericht des Präsidenten und des Sekretärs der Arbeitsgruppe für die Überprüfung des Aktienrechtes zum Vorschlag für eine Teilrevision des Aktienrechtes (Bern 1972) 192.

<sup>10</sup> Zwischenbericht (zit. Anm. 9) 20.

ausmachen lässt, welcher der Reform zugrunde läge. Auch haben sich im Laufe der Zeit nicht nur die Schwergewichte, sondern auch die Auffassungen geändert.<sup>11</sup>

Immerhin zeigt eine nähere Betrachtung bestimmte Stossrichtungen, von denen drei hervorstechen:

- Deutlich ist die Tendenz, den Schutz der Aktionäre und Gläubiger zu verstärken. Das magische Wort ist hier "Transparenz", die sich insbesondere in zwar für Publikumsgesellschaften wohl noch immer ungenügenden, aber doch markant verbesserten Vorschriften für die Rechnungslegung konkretisiert hat. Hinzu kommen Bemühungen um eine Verstärkung der Revision.
- Ueberarbeitet worden sind sodann die Kapitalgrundlagen, und zwar mit zwei Zielsetzungen: Einerseits wollte man die Eigenkapitalbasis der Gesellschaften verstärken und schwindelhafte Vorgänge eindämmen<sup>12</sup>. Auf der anderen Seite bemühte man sich um eine flexiblere Ordnung<sup>13</sup>.
- Endlich sollte die Struktur und Funktionsfähigkeit aller drei Organe - der Verwaltung, der Generalversammlung und der Revisionsstelle - verbessert werden.

<sup>11</sup> So stand im ersten Jahrzehnt der Diskussion die Frage der stillen Reserven im Vordergrund, in den letzten Jahren dagegen die der Vinkulierung. Und bei der Vinkulierung ging es ursprünglich vor allem darum, dem Minderheitsaktionär in der personenbezogenen Gesellschaft mit einigen wenigen Aktionären eine Austrittsmöglichkeit zu bieten. Bei den Publikumsgesellschaften sollte hingegen - so dachte man damals - die Möglichkeit der Veräusserung über die Börse genügen. In den letzten Jahren - konkret seit der Auseinandersetzung Tetamanti/Sulzer im Jahre 1987 und gefördert durch den lauter werdenden Ruf nach "Europakompatibilität" - waren es dagegen die Uebertragungsschwierigkeiten bei Publikumsgesellschaften, die im Zentrum der politischen Diskussion standen.

<sup>12</sup> So etwa durch höhere Anforderungen für die Gründung und die Kapitalerhöhung, aber auch durch die Aufwertung des Partizipationsscheins.

<sup>13</sup> Dies etwa durch die neuen Formen des genehmigten und des bedingten Kapitals.

Von diesen Anstrengungen interessieren in unserem Zusammenhang vor allem die Neuerungen hinsichtlich des Eigenkapitals, sodann auch die zum Aktionärsschutz, soweit die vermögensrechtliche Seite der Mitgliedschaft angesprochen ist, ferner der Ausbau der Rechtsstellung des Partizipanten.

### 1.2.2 Schwergewichte aus der Sicht des Kapitalmarktrechts

Trotz ihrer Konzeption als Partialrevision hat die Aktienrechtsreform schliesslich weitaus die meisten Artikel des bestehenden Aktienrechts erfasst (und sei es auch nur durch terminologische Modifikationen) und das bestehende Recht durch ein Drittel neuer Bestimmungen erweitert. Aus diesem Füllhorn wichtiger, weniger wichtigen und verschiedentlich auch überflüssiger Neuerungen seien einige herausgegriffen:

- a) Die Eigenkapitalbasis und damit die Eigenfinanzierung werden flexibler ausgestaltet durch die Einführung des bedingten und des genehmigten Kapitals als neue, zusätzliche Möglichkeiten der Kapitalerhöhung.
  - Beim genehmigten Kapital<sup>14</sup> geht es darum, dass die Generalversammlung nur die Möglichkeit einer Kapitalerhöhung beschliesst, den Entscheid über die Durchführung als solche, ihren Zeitpunkt, die Bedingungen und den Umfang dagegen im Rahmen der "Autorisierung" der Verwaltung überlässt. "Im Rahmen der Ermächtigung kann der Verwaltungsrat Erhöhungen des Aktienkapitals durchführen"<sup>15</sup>. Er kann etwa Aktien schaffen, die er als Gegenleistung im Zuge einer Uebernahme benötigt.
  - Bei der bedingten Kapitalerhöhung<sup>16</sup> wird dagegen der Entscheid darüber, ob und in welchem Umfang das Aktienkapital erhöht werden soll, in die Hände von Dritten - Wandel- und Optionsberechtigten oder

<sup>14</sup> RevOR 651 und 651a.

<sup>15</sup> RevOR 651 IV.

<sup>16</sup> RevOR 653 ff.

auch Mitarbeitern - gelegt: Das Aktienkapital soll dann und insoweit erhöht werden, als bezugsberechtigte Gläubiger einer Wandel- oder Optionsanleihe bzw. Mitarbeiter sich für den Bezug neuer Aktien entscheiden.

Durch diese neuen Formen des Grund- oder - wie es neu heissen wird - des Aktienkapitals werden Bedürfnisse abgedeckt, die heute mit den sog. Vorratsaktien erfüllt werden. Dabei ist freilich festzustellen, dass die Beweglichkeit der heutigen Ordnung künftig nicht mehr erreicht wird: Das Bundesgericht hat nämlich in einem neuesten Entscheid<sup>17</sup> Vorratsaktien und den damit notwendigen Entzug des Bezugsrechts ausdrücklich gebilligt, und zwar auch für die flexibelste Form, wonach solche Aktien dem Verwaltungsrat zur freien Verwendung "für Zwecke im Interesse der Gesellschaft" zur Verfügung stehen sollen. Diese Freiheit gibt es unter neuem Recht nicht mehr: Beim genehmigten Kapital soll der Entzug des Bezugsrechts nur aus wichtigen Gründen<sup>18</sup> möglich sein. Das bedingte Kapital soll nur für Anleiheobligationen oder ähnliche Forderungen (verbunden mit einem grundsätzlichen Vorwegzeichnungsrecht der Aktionäre<sup>19</sup>) sowie für die Arbeitnehmerbeteiligung, offen stehen.

<sup>17</sup> *Canes gegen Nestlé vom 25.6.1991. Der Entscheid ist noch nicht amtlich publiziert. Zusammenfassungen finden sich in ZBV 127 (1991) 440 f sowie in NZZ vom 19.9.1991 S. 33 ausführlichere Wiedergaben in Seminare judiciaire 113 (1991) 653 ff und in Aktuelle Juristische Praxis I (1992) 108 ff.*

<sup>18</sup> *Wozu nach RevOR 652b II "insbesondere die Uebernahme von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen sowie die Beteiligung der Arbeitnehmer" gehören sollen. Betrachtet man diese Beispiele, so scheint es, dass der Begriff "wichtiger Grund" keineswegs im gleichen Sinne verwendet wird, wie an anderen Orten des Gesetzes: Im Arbeitsvertragsrecht, im Mietvertragsrecht und auch im bisherigen Gesellschaftsrecht ist "wichtiger Grund" mit "Unzumutbarkeit" gleichzusetzen, vgl. etwa BGE 89 II 153, wo die Rede ist von Umständen, die "das weitere Verbleiben im betreffenden Rechtsverhältnis unzumutbar machen...". Im neuen Aktienrecht scheint damit eher ein "sachlicher Grund" gemeint.*

<sup>19</sup> *Vgl. RevOR 653 I, 653c II. Dieses Vorwegzeichnungsrecht dürfte freilich nicht praktikabel sein, da sich solche Anleihen oft innert Stunden und weit vor Erscheinen des Prospekts verkaufen. Die Einräumung eines Vorwegzeichnungsrechts würde die Transaktion nicht nur verlangsamen und komplizieren, sondern vor allem zu einer Verschlechterung der Bedingungen führen.*

Bedauerlich ist, dass das künftige Recht die Kapitalerhöhung mit Festübernahme der neuen Aktien durch einen Treuhänder, wie sie bei Publikumsgesellschaften heute die Regel ist und wohl auch künftig bleiben wird, nicht erwähnt. Die Festübernahme schafft erhebliche Rechtsprobleme, weil eben die originäre Aktienzeichnung direkt bei der Gesellschaft und der derivative Aktienerwerb von einer treuhänderisch zwischengeschalteten Bank nicht dasselbe sind. Die hier sich stellenden Fragen werden nun ungelöst bzw. der Praxis überlassen bleiben.

Nur am Rande sei erwähnt, dass das minimale Grundkapital künftig auf Fr. 100'000.-- angehoben wird, wobei Gesellschaften, die vor 1985 gegründet wurden, sich nicht anzupassen brauchen.

- b) Ein Schwergewicht der Reform und ein echter Fortschritt liegt in der gesetzlichen Regelung des Rechts der Partizipationsscheine (PS).

Bekanntlich hat sich der PS als Wildwuchs der Praxis aus dem Genussschein entwickelt und untersteht noch heute dessen Recht<sup>20</sup>. Damit wird der grundlegende wirtschaftliche Unterschied der beiden Papiere vernachlässigt: Der Genussschein ist ein Sanierungsmittel, das äusserst flexibel ausgestaltet sein muss<sup>21</sup>, aber auch sein kann<sup>22</sup>. Für den PS als einem Finanzierungsmittel eignet sich diese Basis nicht: Der Partizipant als Investor erwartet eine "stimmrechtslose Aktie", und die geltende Ordnung trägt dem in keiner Weise Rechnung.

Anders nun das künftige Recht, das den PS ausführlich regelt und faktisch zur stimmrechtslosen Aktie macht, indem dem Partizipanten grundsätzlich die gleichen Vermögensrechte wie einem Aktionär eingeräumt werden, nicht

<sup>20</sup> Vgl. BGE 113 II 529 E. 3.

<sup>21</sup> Für den Katastrophenfall können keine hohen Minimalanforderungen aufgestellt werden.

<sup>22</sup> Dem Empfänger eines Genussscheins wird regelmässig der Verzicht auf Rechte als Gläubiger bzw. Aktionär zugemutet, weshalb er das Angebot kritisch prüfen wird.

dagegen das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte<sup>23</sup>. Dabei orientiert sich das neue Recht an zwei Grundsätzen:

- dem der Gleichheit, indem die Partizipationsscheine vermögensmässig einer Aktienkategorie gleichgestellt sein müssen<sup>24</sup> und
- dem der Schicksalsgemeinschaft, da die Aktionäre durch Generalversammlungsbeschlüsse die Stellung der Partizipanten zwar verschlechtern können, aber nur dann, wenn sie für sich selber dieselben Nachteile auf sich nehmen<sup>25</sup>.

Insgesamt wird das neue Recht eine deutliche Aufwertung des PS bringen, und es bleibt abzuwarten, ob sich dies nicht auch in den Kursen niederschlagen wird<sup>26</sup>.

Immerhin führt der Grundsatz der Schicksalsgemeinschaft in einem Punkt zu einer Abschwächung der Rechtsstellung des Partizipanten: Nach Art. 657 IV des geltenden Rechts kann dem Genussscheininhaber und damit auch dem Partizipanten ein "Verzicht auf einzelne oder alle Rechte" nämlich nur auferlegt werden, wenn die kapital- oder zahlenmässige Mehrheit aller Genuss- bzw. Partizipationsscheine zustimmt. Künftig kann dagegen ein solcher Verzicht ohne Befragung der Partizipanten durchgesetzt werden, vorausgesetzt nur, die Aktionäre nehmen dasselbe Opfer auf sich.

c) Erleichtert werden im künftigen Recht Aenderungen der Kapitalstruktur:

- Ein Hindernis, das künftig entfallen wird, ist soeben genannt worden: das Erfordernis der mehrheitlichen Zustimmung der Partizipanten, falls diesen der Verzicht auf Rechte zugemutet werden soll. Darin liegt

<sup>23</sup> RevOR 656f I und 656c I.

<sup>24</sup> RevOR 656f II.

<sup>25</sup> RevOR 656f III.

<sup>26</sup> Eine überstürzte Abschaffung der PS durch Umwandlung in Aktien erscheint jedenfalls im Vorfeld des neuen Aktienrechts als nicht unbedingt ratsam.

unter geltendem Recht ein oft unüberwindbares Hemmnis für Aenderungen in der Kapitalstruktur, gelingt es doch bei Publikumsgesellschaften mit Inhaber-PS kaum, die Partizipanten überhaupt mehrheitlich zu versammeln<sup>27</sup>.

- Eine weitere Erleichterung - die sich auch bei Fusionen auswirken dürfte - liegt darin, dass der Mindestnennwert von Aktien künftig nur noch Fr. 10.-- beträgt<sup>28</sup>.

d) Entscheidend verbessert wird die Handelbarkeit börslich gehandelter Namenaktien:

- Die bisher übliche und vom Gesetz ausdrücklich vorgesehene Allerweltsklausel, wonach ein Aktienerwerber "ohne Angabe von Gründen" abgelehnt werden kann, wird für Publikumsgesellschaften ersetzt durch eine Prozentklausel<sup>29</sup>:

"Bei börsenkotierten Namenaktien kann die Gesellschaft einen Erwerber als Aktionär nur ablehnen, wenn die Statuten eine prozentmässige Begrenzung des Eigentums an Namenaktien vorsehen und diese Begrenzung überschritten wird."

Vorläufig wird freilich noch ein zweiter Vinkulierungsgrund möglich sein, nämlich eine verkappte Ausländerklausel, die jedoch im Zuge der Annäherung an Europa gelegentlich entfallen soll und daher nur in den Schlussbestimmungen aufgeführt wird<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> Eine Kapitalherabsetzung bei Alusuisse unter entsprechender Herabsetzung auch des PS-Kapitals war vor einigen Jahren nur deshalb möglich, weil das Bundesgericht entgegen der Auffassung des Eidg. Handelsregisteramtes entschied, bei der gleichmässigen Herabsetzung liege kein Entzug von Rechten vor, vgl. BGE 113 II 533 E. 5.

<sup>28</sup> RevOR 622 IV.

<sup>29</sup> RevOR 685d I.

<sup>30</sup> Die Bestimmung mit dem Marginale "Ablehnung von Namenaktionären" lautet: "In Ergänzung zu Art. 685d Abs. 1 [d.h. der bei Anm. 29 wiedergegebenen Prozentklausel] kann die Gesellschaft, aufgrund statutarischer Bestimmung, Personen als Erwerber an der

Zumindest Schweizer Bürger mit Wohnsitz in der Schweiz, in absehbarer Zeit aber auch Ausländer sollen damit bis zu einem bestimmten, statutarisch genannten Prozentsatz voraussetzungslos börslich gehandelte Namenaktien erwerben können.

- Hinzu kommt, dass das neue Recht Massnahmen gegen die sog. Spaltung trifft und vor allem betont, dass bei börsenmässig erworbenen Namenaktien die "Rechte mit der Uebertragung auf den Erwerber über"gehen<sup>31</sup>. Zwar ruhen zunächst noch das Stimmrecht und weitere Mitwirkungsrechte. Die Vermögensrechte einschliesslich des Bezugsrechts kann der Erwerber dagegen sogleich geltend machen<sup>32</sup>.

Die Handelbarkeit auch von Namenaktien wird dadurch ausländischen Standards angepasst, ohne dass den Gesellschaften die Möglichkeit genommen würde, angemessene Abwehrdispositive gegen Raids vorzusehen<sup>33</sup>.

- e) Im Interesse des Kapitalmarktes liegt sodann auch die deutliche Verbesserung der Transparenz, die hier nur stichwortartig erwähnt werden kann:

---

*Börse gehandelter Namenaktien ablehnen, soweit und solange deren Anerkennung die Gesellschaft daran hindern könnte, durch Bundesgesetze geforderte Nachweise über die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre zu erbringen." Solche Nachweise werden namentlich durch die Lex Friedrich und das Bankengesetz, ferner durch einige wenige andere Bundesgesetze verlangt, wobei es durchwegs um die schweizerische Beherrschung geht.*

<sup>31</sup> RevOR 685f I. Die Veräussererbank hat der Gesellschaft den Namen des Veräusserers und die Anzahl der verkauften Aktien unverzüglich zu melden, RevOR 685 e.

<sup>32</sup> Damit wird die bundesgerichtliche Praxis (BGE 109 II 130 ff) korrigiert, wonach das Bezugsrecht bei Ablehnung des Erwerbers durch die Gesellschaft beim Veräusserer bleiben soll, eine Ordnung, die - hätte man sie praktiziert - bei Publikumsgesellschaften fatale Folgen gehabt hätte.

<sup>33</sup> Vgl. dazu Peter Forstmoser: "Welchen Spielraum lässt die neue Vinkulierungsordnung?", *Der Schweizer Treuhänder* 65 (1991) 592 ff.

- Ganz allgemein wird die Rechnungslegung durch minimale zwingende Gliederungsvorschriften für Bilanz<sup>34</sup> und Erfolgsrechnung<sup>35</sup> verbessert. Hinzu kommt ein Bilanzanhang<sup>36</sup>, der unter anderem Auskunft geben soll über ungewisse Verbindlichkeiten, Leasingverpflichtungen und besonders auch über die Auflösung stiller Reserven, "wenn dadurch das erwirtschaftete Ergebnis in wesentlichem Ausmass günstiger dargestellt wird"<sup>37</sup>. Die Bildung stiller Reserven bleibt dagegen weiterhin möglich; Tiefstapeln ist erlaubt, Hochstapelei soll dagegen unterbunden werden.
- Sodann schreibt das neue Recht konsequent die Erstellung einer Konzernrechnung vor, wobei von dieser Pflicht lediglich kleinere Gesellschaften und Subkonzerne, keinesfalls aber Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien<sup>38</sup>, befreit sind.
- Endlich müssen Gesellschaften, deren Namenaktien börsenkotiert sind, die ihnen bekannten Grossaktionäre und Grossaktionärsgruppen<sup>39</sup> bekanntgeben<sup>40</sup>.

---

<sup>34</sup> RevOR 663a.

<sup>35</sup> RevOR 663.

<sup>36</sup> RevOR 663b.

<sup>37</sup> RevOR 663b Ziff. 8.

<sup>38</sup> RevOR 663e, 663f II in Verbindung mit 697h.

<sup>39</sup> Mehr als 5 % aller Stimmen oder eine statutarisch festgelegte prozentmässige Begrenzung des Eigentums an Namenaktien.

<sup>40</sup> RevOR 663c. Die Bestimmung ist übrigens ein illustratives Beispiel dafür, wie am Text des künftigen Rechts noch in letzter Minute - und nicht selten eher unglücklich - herumlaboriert wurde: Der in der Differenzbereinigung durch die Räte beschlossene Text schrieb die Offenlegung vor für Gesellschaften, deren Aktien - also Namen- oder Inhaberaktien - an einer Börse kotiert sind. Im Zuge der sogenannt redaktionellen Bereinigung und damit nach Abschluss der materiellen Beratung durch die Räte wurde die Offenlegungspflicht eingeschränkt auf "Gesellschaften, deren Namenaktien an einer Börse kotiert sind". (Hervorhebung durch mich.) Bekanntzugeben sind diesfalls - darin blieb die Ordnung unverändert - aber nicht nur die Namen,- sondern auch die bekannten

- f) Hinsichtlich der Verstärkung des Aktionärsschutzes ist kapitalmarktrechtlich relevant neben der soeben erwähnten Verbesserung der Transparenz auch die Verstärkung der Bezugsrechte, die einer Verwässerung bestehender Beteiligungen entgegenwirken soll<sup>41</sup>.
- g) Schliesslich ist die Intensivierung und qualitative Verbesserung der Revision zu nennen, von welcher Aktie und PS als Anlagepapiere, letztlich aber auch die Obligationen profitieren können<sup>42</sup>.
- h) Insgesamt bringt damit das neue Aktienrecht eine ganze Reihe von Korrekturen, die zwar herkömmlich nicht unter dem Stichwort "Kapitalmarktrecht" firmieren, aber sehr wohl (auch) für den Kapitalmarkt relevant sind.

---

#### *Inhaberaktionäre.*

*Der Sinn dieser materiellen Aenderung ist nicht ersichtlich. Möglicherweise lag ihr die Auffassung zugrunde, Inhaberaktionäre seien der Gesellschaft nicht bekannt. Dem trägt jedoch bereits die Formulierung Rechnung, die unterstellten Gesellschaften müssten Auskunft über Grossaktionäre und deren Beteiligungen geben, "sofern diese ihnen bekannt sind oder bekannt sein müssten". Vor allem aber erscheinen derartige Korrekturen als rechtsstaatlich problematisch, auch wenn der definitive Text durch die Schlussabstimmung formell abgesegnet worden ist.*

<sup>41</sup> Vgl. RevOR 652b II, wonach das Bezugsrecht nur durch Generalversammlungsbeschluss und nur aus wichtigen Gründen aufgehoben werden darf. Zum Begriff des wichtigen Grundes vgl. vorn Anm. 18. Ein mittelbares Bezugsrecht soll sodann durch das - sachlich freilich problematische (vgl. vorn Anm. 19) - Vorwegzeichnungsrecht der bisherigen Aktionäre bei Wandel- und Optionsanleihen gewährt werden. Zum Bezugsrecht der Partizipanten vgl. RevOR 656g.

<sup>42</sup> Vgl. RevOR 727 ff. In Stichworten: Das künftige Recht verlangt explizit - wenn auch in flexibler Formulierung - Sachkunde und Unabhängigkeit. Es stellt sicher, dass das Amt des Revisors tatsächlich besetzt ist (Eintrag im Handelsregister) und es erweitert die Aufgaben der Revisoren beträchtlich (zusätzliche Prüfungsfälle etwa bei der qualifizierten Gründung und Kapitalerhöhung [RevOR 625a, 652f], bei der Aufwertung von Grundstücken oder Beteiligungen [RevOR 670 II] und bei Kapitalverlust [RevOR 725 III]).

## 1.3 Reform des Zürcherischen Börsenrechts

### 1.3.1 Gründe für die Reform und Gang der Reformarbeiten

- a) Eine Revision des Zürcher Wertpapiergesetzes lag seit langem in der Luft, da das geltende, von 1912 stammende Gesetz den heutigen Anforderungen nicht mehr zu genügen vermag. Neben störenden und überlebten Einzelheiten sind es vor allem zwei Grundsätze, die nicht mehr in die heutige Landschaft passen:

- Das Zürcher Wertpapiergesetz beschränkt sich strikt auf die Regelung des gewerbmässigen Verkehrs mit Wertpapieren, wobei dieser Begriff im technischen Sinne, also als physisch vorhandenes Dokument, zu verstehen ist<sup>43</sup>.

Sodann geht das Gesetz von einem konsequenten Börsenmonopol aus<sup>44</sup>.

Diese seinerzeit richtigen Entscheidungen erwiesen sich als für die Entwicklung mehr und mehr hinderlich:

- aa) Die Beschränkung auf Wertpapiere führt dazu, dass das Zürcher Recht für neue Formen von Wertrechten keine Ordnung enthält. Dies kann zweierlei bedeuten: entweder das strikte Verbot des Handels mit solchen Produkten oder aber die Möglichkeit des freien Handels ohne jede Aufsicht, wobei zum Teil ungewiss ist, ob das Pendel auf die eine oder ob es auf die andere Seite hin ausschlägt.

In der Praxis hat man sich mit juristischen Klimmzügen zu helfen versucht: Ein erstes Mal stellte sich das Problem schon 1983 anlässlich der Einführung von "papierlosen Wertpapieren" in Frankreich. Man berief sich damals auf das Argument, massgebend sei der französische

---

<sup>43</sup> Vgl. § 1 I.

<sup>44</sup> Vgl. § 10 II: Verbot von "Sondervereinigungen".

Wertpapierbegriff<sup>45</sup>, und dieser sehe nun eben Bucheffekten vor. Schwieriger war es, eine rechtliche Basis zu finden, als Mitte der achtziger Jahre die SEGA ein Konzept für die Sammel"verwahrung" von Namenaktien entwickelte, das auf blossen Bucheinträgen basierte. Hier wurde der Ausweg schliesslich im Hinweis darauf gefunden, dass der Handel mit noch nicht gedruckten Papieren zulässig sei, und so sprach man dann von "aufgeschobenem Titeldruck". Dies freilich ziemlich schlitzohrig, stand doch fest, dass das Modell nur dann funktionieren konnte, wenn der Druck ad calendae graecas verschoben, d.h. - im Klartext - gar nie stattfinden würde.

Für echte schweizerische Bucheffekten enthält das geltende Zürcher Gesetz keine Lösung.

- bb) Auch das Handelsmonopol, die Beschränkung auf eine Börse, hat zur Folge, dass andere Formen entweder verboten sind oder aber völlig frei und ohne Staatsaufsicht realisiert werden können.

Bei der SOFFEX hat man argumentiert, es würden hier nicht Wertpapiere, sondern bloss Rechte auf solche gehandelt, und dieser Handel mit Rechten falle nicht unter das Staatsmonopol. Damit fehlt für den Handel in Options und Futures jede staatliche Ueberwachung, was sachlich zwar vertretbar ist, weil die SOFFEX einen hervorragenden Anlegerschutz verwirklicht hat. Rechtspolitisch ist diese Situation aber angesichts der Risiken und Komplexität von Investitionen in Options und Futures fragwürdig.

Für eine "Elektronische Börse Schweiz" (EBS) wird man sich mit diesem Trick nicht mehr behelfen können, da an jener Börse Wertpa-

<sup>45</sup> Diese Auffassung entsprach zwar der einhelligen schweizerischen Lehre, doch stand sie im Gegensatz zu den einschlägigen - freilich durchwegs älteren - Bundesgerichtsentscheidungen.

piere im herkömmlichen Sinn gehandelt werden, und dies zudem noch gesamtschweizerisch<sup>46</sup>.

- cc) Die geltende Ordnung ist also nicht nur unsicher, sie ist auch sachlich unbefriedigend, da einerseits wünschbare und sinnvolle Neuentwicklungen verunmöglicht werden und andererseits eine im Interesse des Anlegerschutzes erwünschte staatliche Ueberwachung bei anderen Novationen gänzlich entfällt.

- b) Die nötige Reform wurde über Jahre auf die lange Bank geschoben, weil befürchtet wurde, die politische Diskussion über die Reformvorschläge könnte für sachfremde Postulate missbraucht werden. Gegen Ende 1988 wurde dann aber der Entscheid für eine Teilrevision des Wertpapiergesetzes getroffen, und bereits Mitte 1990 legte die Volkswirtschaftsdirektion einen Revisionsentwurf vor. Dessen Bearbeitung geht zügig voran: Die kantonsrätliche Kommission hat die Vorlage bereits bearbeitet und nur in Nuancen abgeändert. Der Kantonsrat soll die Beratung rasch an die Hand nehmen, und im Juni 1992 könnte die Teilrevision der Volksabstimmung vorgelegt werden. Bei Gutheissung könnte das neue Recht unverzüglich in Kraft gesetzt werden, da keine Anpassungen auf Verordnungsstufe nötig sind.

### 1.3.2 Zum Inhalt der Reform

- a) Die Zürcher Reform hat zum Ziel, die genannten Mängel mit einem Minimum an Aenderungen der geltenden Ordnung zu beseitigen. Dies durch zwei Massnahmen:

<sup>46</sup> Zum Konzept der Elektronischen Börse Schweiz vgl. Association Tripartite Bourses: "Elektronische Börse Schweiz" (Zürich 1989). Die Einführung der EBS - ursprünglich war die Umstellung des Obligationenhandels schon für 1992 vorgesehen - wird sich verzögern. Dafür wird ins Auge gefasst, auch den Aktienhandel von Anfang an mit zu erfassen, wobei die Umstellung Mitte der Neunzigerjahre möglich werden könnte, vgl. NZZ vom 13.11.1991 S. 39.

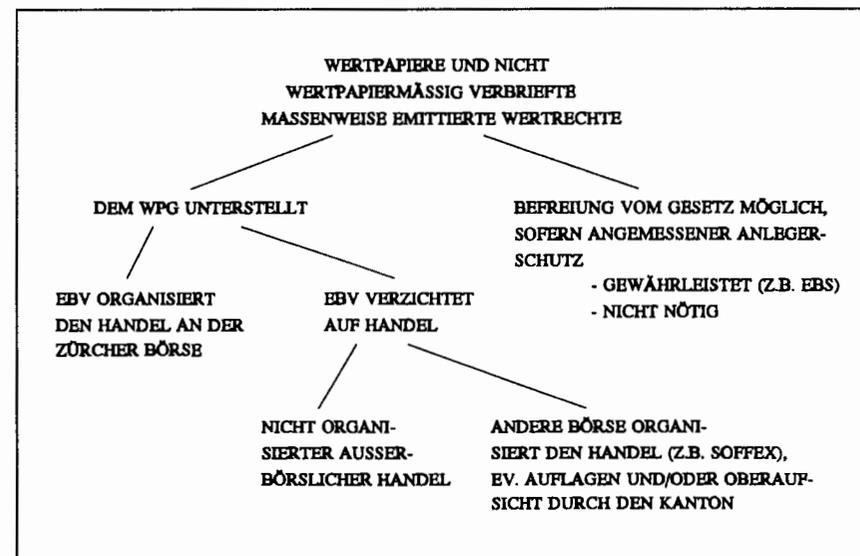
aa) Zum einen wird der Anwendungsbereich des Gesetzes erweitert: Erfasst werden sollen künftig nicht nur Wertpapiere, sondern auch "nicht wertpapiermässig verbrieft, massenweise emittierte Wertrechte". Als Konsequenz ergibt sich, dass sinnvolle neue Produkte, die nicht in Wertpapieren verkörpert sind, börsenmässig gehandelt werden können und dass zugleich die Zufälligkeit der Staatsaufsicht - eben die Beschränkung auf Wertpapiere entfällt.

bb) Zugleich soll das staatliche Monopol eingeschränkt werden, und zwar auf zwei Ebenen:

- Eine vollständige Befreiung von der Unterstellung unter das Wertpapiergesetz ist dann möglich, wenn ein angemessener Anlegerschutz anderweitig gewährleistet oder wenn ein solcher nicht erforderlich ist<sup>47</sup>.
- Sodann ist es möglich, bei bestimmten Produkten auf den Handel an der vom Effektenbörsenverein organisierten Börse zu verzichten und diesen Handel anderen Organisationen zu übertragen. Dabei können Auflagen zum Schutz der Anleger gemacht und die staatliche Oberaufsicht beibehalten werden<sup>48</sup>.

Diese Einschränkungen des Monopols ermöglichen die Einführung neuer Handelsformen, wobei ein angemessener Anlegerschutz gewährleistet bleiben kann.

Zusammenfassend lässt sich das künftige Konzept des Zürcher Wertpapiergesetzes wie folgt darstellen:



- b) Die weiteren Aenderungsvorschläge sind Ausfluss aus diesen Grundentscheidungen oder aber Korrekturen von Einzelheiten. So wird das heute noch bestehende, für die Praxis lästige, aber bisher mehr oder weniger elegant umschiffte Verbot des grauen Marktes, d.h. des Handels mit "zur Zeichnung aufgelegten Wertpapieren vor Ablauf der Zeichnungsfrist"<sup>49</sup>, ersatzlos gestrichen. Entfallen sollen künftig auch die obsolet gewordenen Bestimmungen zum Prämienloshandel<sup>50</sup>.

<sup>47</sup> Neu § 1 II. Der Entscheid soll in der Hand des Regierungsrats liegen.

<sup>48</sup> Neu § 10 II.

<sup>49</sup> Bisher § 16 Ziff. 5.

<sup>50</sup> Bisher §§ 21-24.

### 1.3.3 Austragen einer Totgeburt?

Es fragt sich, ob die Reform des Zürcher Rechts angesichts der Bestrebungen auf eidgenössischer Ebene noch Sinn macht. In der Tat wird durch ein eidgenössisches Börsengesetz die kantonale Ordnung obsolet werden<sup>51</sup>. Und das eidgenössische Recht wird - früher oder später - kommen, obwohl sich der Zürcher Regierungsrat - allein auf weiter Flur - standhaft für die kantonale Ordnung und gegen den Wegfall einer lukrativen Einkommensquelle<sup>52</sup> wehrt.

Sinnlos ist die Zürcher Revision freilich nicht, obschon sie - dies ist unbestritten - viel zu spät kommt: Dass das eidgenössische Recht, wie erhofft, schon Mitte 1993 in Kraft treten könnte, ist wohl illusorisch. Realistisch dürfte ein Termin Mitte der neunziger Jahre sein. Für eine Uebergangszeit wird daher das revidierte Zürcher Recht voraussichtlich in Kraft stehen und allenfalls auch die Basis für eine Elektronische Börse Schweiz abgeben.

## 1.4 Eine Regelung für Take-Overs

- a) Eine Take-over-Regelung kennt die Schweiz bereits: den von der Vereinigung der Schweizer Börsen erlassenen, auf den 1. September 1989 in Kraft gesetzten und per 1. Mai 1991 revidierten Schweizerischen Uebernahme-Kodex. Dieser ist als flexibles Instrument der Selbstregulierung konzipiert. Er stellt Verhaltensnormen für die an einem Uebernahmeangebot beteiligten

<sup>51</sup> Zwar wird das eidgenössische Gesetz oft - durchaus auch aus politischem Kalkül - als Rahmengesetz bezeichnet. Dieser Terminus ist insoweit vertretbar, als der Gesetzesentwurf sich weitgehend auf Grundsätze beschränkt und zahlreiche materielle Entscheide entweder auf die Verordnungsstufe delegiert oder der Selbstregulierung überlässt. Dagegen liegt keineswegs ein Rahmengesetz in dem Sinne vor, dass den Kantonen Spielraum für eine eigene Börsenordnung belassen würde. Ganz im Gegenteil sollen die kantonalen Bestimmungen über die Börsen und über die Effektenhändler nach einer gewissen Uebergangsfrist aufgehoben werden, Art. 40 des Vorentwurfs.

<sup>52</sup> Fr. 60 Millionen.

Parteien auf, wobei die einzige - aber wirksame - Sanktion gegen Verstösse die Drohung ist, dass die Börsenmitglieder bei einem Angebot, das den Kodex verletzt, nicht mitwirken<sup>53</sup>.

Entgegen der in der Presse verbreiteten Kritik hat sich der Kodex bewährt: Die mit der Handhabung betraute Kommission für Regulierungsfragen hat in den zwei Jahren seit Einführung des Kodexes 17 Fälle öffentlicher Kaufangebote bearbeitet. Mit Ausnahme von drei Fällen kurz nach Erlass wurde der Kodex eingehalten<sup>54</sup>.

Mit dem Kodex wurde eine auf das Grundsätzliche beschränkte Ordnung aufgestellt, die Raum für die Rücksichtnahme auf Besonderheiten des Einzelfalles lässt und aufgrund der Erfahrungen auf einfache Weise weiterentwickelt werden kann. Für eine Anfangszeit ist er damit eine zweckmässige Problemlösung.

- b) Obschon der Kodex sicher besser ist als sein Ruf in den Medien, bleibt m.E. auf die Dauer eine gesetzliche Grundlage für die Uebernahmenregelung wünschbar, namentlich aus zwei Gründen:

- Verhaltensnormen ausschliesslich auf privater Basis sind zwar erfreulich flexibel. Sie beinhalten aber ein rechtsstaatliches Defizit.
- Sodann kann die Selbstregulierung verbindlich nur Regeln für die beteiligten organisierten Kreise<sup>55</sup> aufstellen. Für Dritte ist die Ordnung letztlich nicht bindend. Gewisse Bereiche lassen sich auf diese Art nicht abdecken, so etwa eine allgemeine Meldepflicht oder die Pflicht, unter gewissen Voraussetzungen ein Angebot an sämtliche Aktionäre und allenfalls auch Partizipanten einer Gesellschaft zu machen.

<sup>53</sup> Kodex Ziff. 7.

<sup>54</sup> Wobei jene drei Uebernahmeversuche erfolglos blieben.

<sup>55</sup> Beim Uebernahme-Kodex für Banken und Börsen.

Eine gesetzliche Ordnung als Basis und Ergänzung der Selbstregulierung ist daher anzustreben.

- c) Ein Versuch hiezu ist im Vorentwurf eines eidgenössischen Börsengesetzes durch einen eigenen Abschnitt über "Öffentliche Kaufangebote"<sup>56</sup> gemacht worden. In der Vernehmlassung sind diese Vorschläge auf starke Kritik gestossen<sup>57</sup>. Besonders umstritten ist dabei die Uebernahmepflicht zulasten von Grossaktionären: Wer ein Drittel (bzw. nach der Variante 50 %) der Stimmrechte einer Gesellschaft auf sich vereinigt, soll verpflichtet sein, ein öffentliches Angebot für den Erwerb sämtlicher zum Börsenhandel zugelassener Beteiligungspapiere der Gesellschaft zu machen. Für die Oeffnung von Familiengesellschaften würde diese Norm grosse Probleme aufwerfen.

Die Zukunft dieses Abschnitts des Gesetzesentwurfs ist offen, wobei zwei Szenarien denkbar sind: Entweder werden Uebernahmen wie vorgesehen in einem künftigen Börsengesetz geregelt. Dann wird die Diskussion voraussichtlich bedeutend länger dauern als geplant. Oder aber der Abschnitt wird aus dem Entwurf herausgelöst und separater Gesetzgebung zugewiesen. Dann dürfte zwar das Börsengesetz Aussicht auf raschere Realisierung haben; eine gesetzliche Uebernahmeregelung wird aber auch in diesem Fall noch länger auf sich warten lassen. Vorderhand wird man daher mit dem auf privater Basis entstandenen Uebernahme-Kodex leben müssen (und auch leben können).

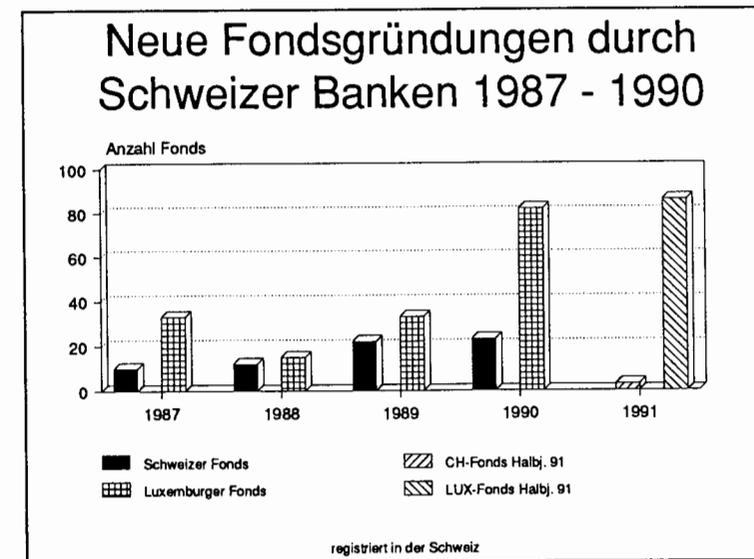
<sup>56</sup> Art. 19 - 25.

<sup>57</sup> Vgl. statt vieler Karl Hofstetter: "Die Uebernahmeregelung als Januskopf", NZZ vom 15.10.1991 S. 39; allgemein zur Kritik am Vorentwurf für ein schweizerisches Börsengesetz die Berichterstattung über eine Tagung der Universität Genf in NZZ vom 3.10.1991 S. 39, ferner die Beiträge in NZZ vom 8.10.1991 S. 35 und NZZ vom 8.11.1991 S. 39.

## 1.5 Revision des Anlagefondsgesetzes

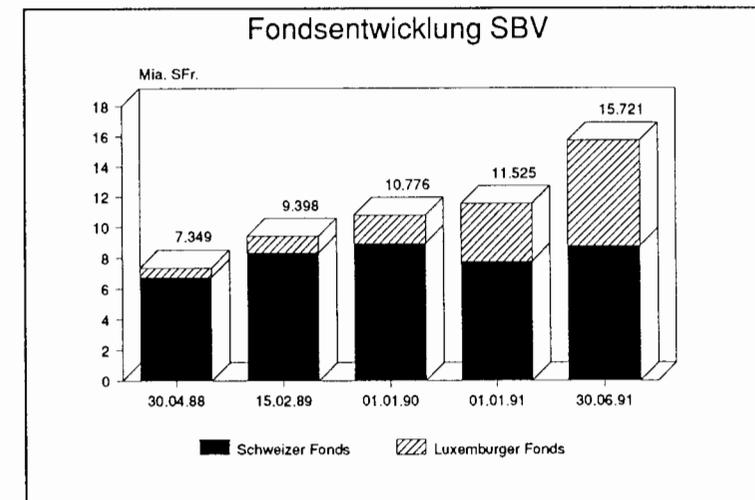
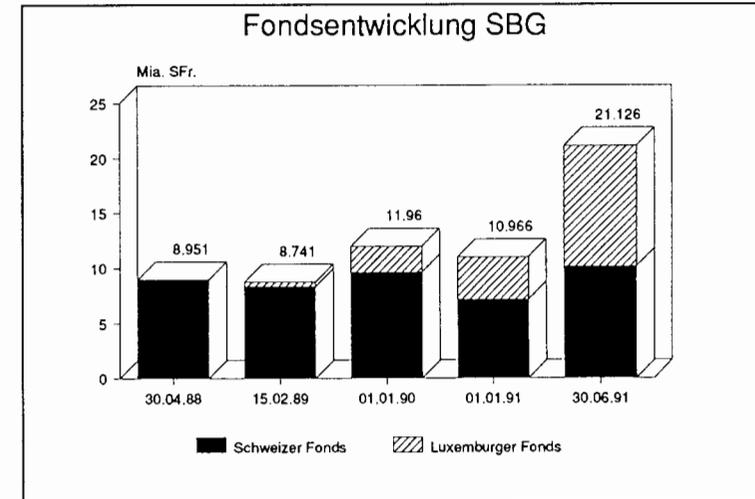
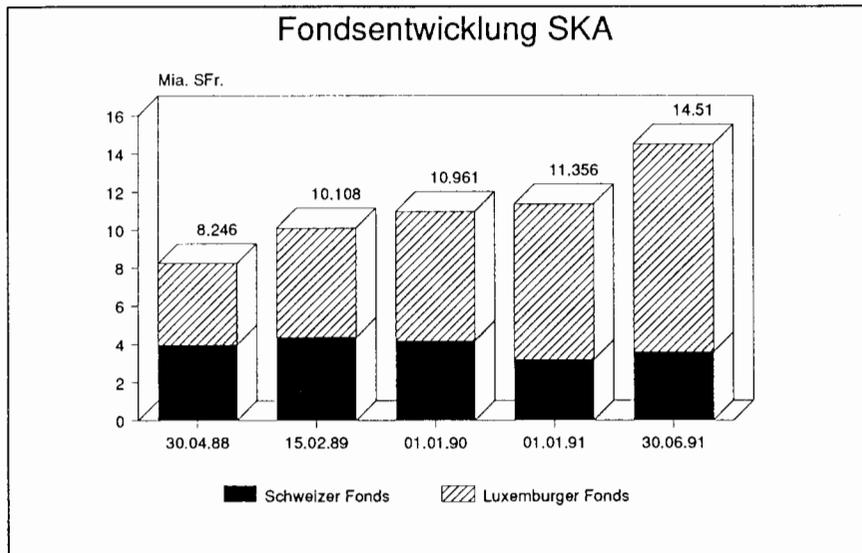
### 1.5.1 Sturmzeichen bei der schweizerischen Fondswirtschaft

- a) Das Schweizer Anlagefondsgeschäft macht zur Zeit eine dramatische Entwicklung durch: Fondsgründungen von Schweizer Banken geschehen mehr und mehr und neuerdings praktisch ausschliesslich im Ausland und insbesondere in Luxemburg, das sich durch eine besonders liberale Fondsgesetzgebung auszeichnet. Während 1988 und 1989 die Zahl der Neugründungen in der Schweiz und in Luxemburg noch in der gleichen Grössenordnung lagen, betrug die Zahl der neuen Luxemburger-Fonds von Schweizer Banken 1990 ein Mehrfaches der in der Schweiz neu gegründeten Fonds. 1991 sind die Neugründungen in der Schweiz zur Bedeutungslosigkeit abgesunken<sup>58</sup>:



<sup>58</sup> Quelle der graphischen Darstellungen: Julius Baer Investment Funds Services, Zürich.

Die rapide Abwanderung ins Ausland betraf aber nicht nur die Zahl der Fonds, sondern auch das Volumen. Noch 1989 lag das Schwergewicht der Fonds von Schweizer Banken klar in der Schweiz. Ende 1991 ist dagegen das von Schweizer Banken verwaltete Fondsvermögen mehrheitlich von Luxemburg aus betreut worden. Die Entwicklung der von den drei Grossbanken vertriebenen Fonds, die den Löwenanteil des schweizerischen Fondsgeschäfts ausmachen, zeigt dies deutlich:



- b) Diese Sturmzeichen veranlassten den Bundesrat zum Handeln: Mitte 1990 wurde eine Kommission eingesetzt mit dem Auftrag, bis Ende 1991 einen Revisionsentwurf für das Anlagefondsgesetz sowie Erläuterungen hiezu auszuarbeiten. Dabei wurde betont, die Revision solle "umfassend" sein, sich also nicht auf einzelne Bereiche beschränken. Sous entendu war, dass durch das neue Recht die Konkurrenzfähigkeit des Schweizer Fondsrechts wiederhergestellt werden sollte.

Die Kommission war in der Lage, die vom Bundesrat gesetzte knappe Frist einzuhalten.

- c) Die Revision des Anlagefondsrechts - auch wenn sie noch so konsequent durchgeführt wird - kann freilich für sich allein das abgewanderte Fondsgeschäft nicht in die Schweiz zurückbringen: Es waren nämlich nicht so sehr privatrechtliche als steuerliche Motive, die zu Gründungen in Luxemburg geführt haben. Eine Reform des Anlagefondsgesetzes macht daher nur Sinn, wenn sie mit einer Revision des Bundesgesetzes über die Stempelabgaben verbunden wird. Vorab nun aber zur privatrechtlichen Seite.

### 1.5.2 Die Aenderung des Anlagefondsgesetzes

- a) Die Expertenkommission für die Revision des Anlagefondsgesetzes hat ihren Auftrag einer umfassenden Ueberprüfung ernst genommen und ihren Spielraum ausgenutzt. Sie schlägt dem Bundesrat eine Totalrevision vor.

Unverändert bleibt dabei freilich die Zielsetzung: Das Anlagefondsgesetz soll weiterhin ausschliesslich den Schutz des Anlegers bezwecken und weder die Förderung<sup>59</sup> noch die Rückbindung des Fondsgeschäfts beabsichtigen. Auch die Vorschläge der letzten Monate, die Anlagefonds in den Dienst der Wohnbauförderung zu stellen<sup>60</sup> haben die Kommission nicht vom geraden Weg abbringen können: Hypothekenfonds sollen zwar künftig möglich sein,

<sup>59</sup> Sieht man von der Wiedererlangung der internationalen Konkurrenzfähigkeit ab.

<sup>60</sup> Vgl. Bericht der Expertenkommission für Fragen des Hypothekarmarktes vom Juli 1991, insb. S. 59 ff.

doch wird die Optik weiterhin die der guten Anlage und nicht die der Förderung des Hypothekarmarktes sein.

Freilich sieht die Kommission die Konkretisierung des Schutzzwecks anders als es der Gesetzgeber des geltenden Rechts in den sechziger Jahren getan hat: Der Schutz soll künftig nicht durch eine Beschränkung der Anlagemöglichkeiten bewerkstelligt werden. Ganz im Gegenteil sollen dem Fondsanleger im wesentlichen dieselben - allenfalls auch riskanten - Investitionsmöglichkeiten offen stehen wie dem Direktinvestor. Für den nötigen Schutz sorgen sollen in erster Linie Anforderungen an die Fondsträger und die Sicherstellung der Transparenz. Der Entwurf geht von einem mündigen Anleger aus, der keinen staatlichen Vormund, wohl aber die nötigen Informationen für seine Entscheidungsfindung und einen korrekten und fähigen Partner braucht.

- b) Das künftige Recht wird die Arten von Anlagefonds erweitern und strukturieren:

- Ausgangspunkt wird ein EG-kompatibler Fonds sein. Dadurch wird dem Auftrag an die Kommission Rechnung getragen, für die internationale Wettbewerbsfähigkeit und namentlich die EG-Tauglichkeit der Schweizer Fonds zu sorgen. Der technischen Entwicklung entsprechend wird dieser Fonds nicht mehr ein Wertpapierfonds, sondern ein Wertrechtsfonds sein. Uebrigens wird auch für die Fondsanteile nicht an der papiermässigen Verurkundung festgehalten werden.
- Eine Abart der Grundform sollen solche Fonds darstellen, die zwar ein gewöhnliches Anlagerisiko beinhalten, aber zusätzliche, dem EG-kompatiblen Fonds verschlossene Anlagen tätigen können<sup>61</sup>.

<sup>61</sup> Z.B. solche in Wertrechten ohne organisierten Markt oder in Werten, die nicht als Wertrechte ausgestaltet sind. Künftig sollen daher in der Schweiz z.B. Geldmarktfonds zulässig sein.

- Als neuer Fondstypus soll der Risikofonds in das Gesetz aufgenommen werden. Beim Vertrieb seiner Anteile ist auf das besondere Risiko der Anlage hinzuweisen.
- Der Immobilienfonds wird im wesentlichen in bewährter Form, aber etwas flexibler ausgestaltet sein. An die Transparenz sollen auch bei ihm zusätzliche Anforderungen gestellt werden, und der leidigen und mit viel publizistischem Aufwand geführten Diskussion zur Frage der richtigen Bewertung der Anteile wird dadurch Rechnung getragen, dass bei der Ausgabe neuer Anteile den bisherigen Anlegern ein Bezugsrecht zukommen soll. Dieses gleicht eine allfällige Verwässerung der bisherigen Anteile durch die Neuausgabe zu einem zu tiefen Kurs aus.

Um Hypothekenfonds zu ermöglichen, aber auch zur Befriedigung anderer Bedürfnisse, sollen künftig Laufzeitenfonds möglich sein, bei denen auf die eherne Regel der jederzeitigen Kündbarkeit verzichtet wird. Als Ausgleich ist ein Markt für die Fondsanteile sicherzustellen.

Im künftigen Gesetz sollen auch die Ausländerfonds geregelt werden, wodurch die Verordnung über die ausländischen Anlagefonds von 1971 entfallen kann<sup>62</sup>. Schliesslich erfahren die bankinternen Sondervermögen, die zur Zeit mit ungutem Gefühl toleriert, aber nicht geregelt sind, eine angemessene gesetzliche Ordnung<sup>63</sup>.

Insgesamt soll die gesetzliche Basis für Anlagefonds nicht nur liberalisiert, sondern auch flexibilisiert werden: Prozentsätze und Fristen werden daher weitgehend durch gesetzliche Grundsätze ersetzt, die dann auf Verordnungsebene zu konkretisieren sind.

<sup>62</sup> An die Stelle der kleinlichen Prüfung der Uebereinstimmung von Einzelheiten ausländischer Fonds mit schweizerischem Recht soll künftig eine Ueberprüfung der Gleichwertigkeit des Anlegerschutzes treten.

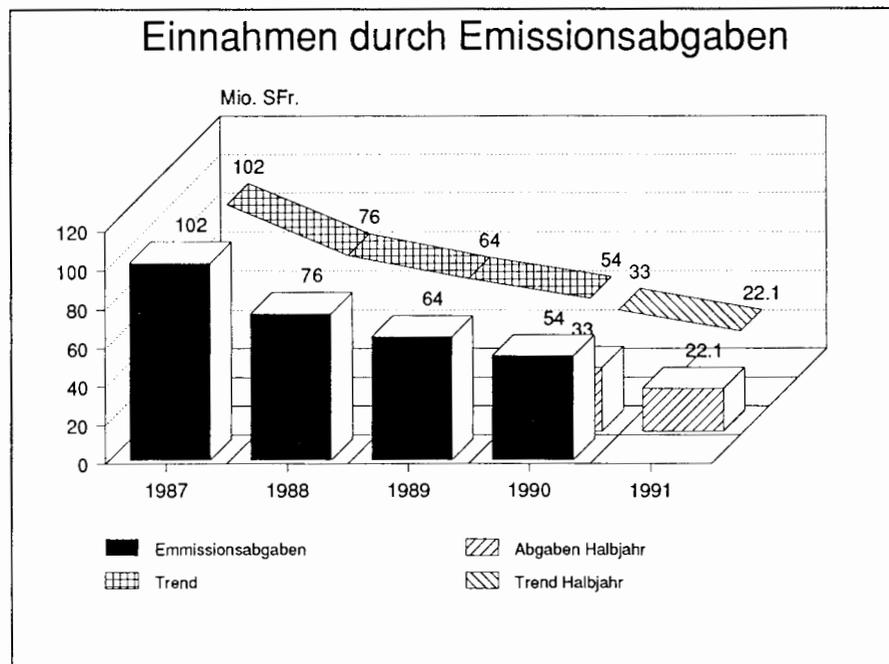
<sup>63</sup> Untersuchungen der Eidg. Bankkommission in den Jahren 1974 und 1987 zeigten, dass die Zahl und Bedeutung der bankinternen Sondervermögen vor allem in neuerer Zeit stark zugenommen haben (ein Drittel der 1987 festgestellten 89 Sondervermögen war nach 1985 errichtet worden). Stark angestiegen ist auch die Zahl der jeweils beteiligten Anleger (1987 durchschnittlich 350), womit sich die Grenzen zum gesetzlich geregelten Anlagefonds noch stärker verwischen.

- c) Falls sich die Revision auf dem eingespurten Weg weiterführen lässt, wird die Schweiz künftig wieder über ein international konkurrenzfähiges Anlagefondsrecht verfügen. Dies allein wird freilich - wie schon erwähnt - die Erosion dieses Wirtschaftszweiges nicht stoppen, geschweige denn ins Ausland abgewandertes Geschäft zurückbringen können. Nötig ist vielmehr auch eine Korrektur der steuerlichen Seite.

### 1.5.3 Exkurs zur Stempelsteuer

- a) Stärker als auf ein nicht mehr zeitgemässes Anlagefondsgesetz ist die Abwanderung des Fondsgeschäfts ins Ausland nämlich auf die steuerliche Situation und hier vor allem auf die Emissionsabgabe auf Anteilscheinen schweizerischer Anlagefonds zurückzuführen. Auch an dieser Front sind aber die Dinge in Bewegung geraten: Nachdem sich auch der Bundesrat mit der seit Jahren geforderten Abschaffung des Emissionsstempels bei der Ausgabe von Fondsanteilen abgefunden hatte, haben sich aufgrund einer parlamentarischen Initiative vom 10. Juni 1991<sup>64</sup> sowohl der Nationalrat (30. September) wie auch der Ständerat (2. Oktober) mit grossen Mehrheiten für die Beseitigung dieser Steuer ausgesprochen. Damit wäre der Weg frei, um diesen Wettbewerbsnachteil der Schweizer Fonds per Mitte des nächsten Jahres zu beseitigen. Doch hat nun die Sozialdemokratische Partei der Schweiz ein Referendum gegen diese Gesetzesvorlage ergriffen, wodurch auch die an sich von keiner Seite bestrittene Beseitigung der Emissionsabgabe von 0,9 % auf Fondsanteilen wieder in ungewisse Ferne rückt.
- b) Vom Bund wird der erwartete Steuerausfall mit Fr. 55 Mio. beziffert. Die Richtigkeit dieser Zahl ist zu bezweifeln, zeigt doch die Entwicklung der letzten Jahre, dass das Steueraufkommen aus der Emissionsabgabe auf Fondsanteilen rapide abgesunken ist und wohl auch weiter sinken wird, so dass die Frage eigentlich nur die ist, ob man zugleich auch noch das Fondsgeschäft selbst verlieren will oder nicht.

<sup>64</sup> Also unmittelbar nach Ablehnung der Vorlage zur Neuordnung der Bundesfinanzen und zur Aenderung des BG über die Stempelabgaben.



#### 1.5.4 Zeitlicher Horizont und Auswirkungen

- a) Es ist zu hoffen, dass die Abschaffung des Emissionsstempels auf Fondsanteilen trotz des Referendums der SPS nach jahrelangem Gerangel in absehbarer Frist Wirklichkeit wird. Ein neues Anlagefondsgesetz dürfte zwar länger auf sich warten lassen, doch erscheint ein Inkrafttreten bis 1995 als realistisch. Eine vorgezogene Partialrevision, wie sie für die Einführung von Hypothekenfonds vorgeschlagen wird<sup>65</sup>, wäre m.E. wenig sinnvoll, da eine solche "vorgezogene" Reform durch die "ordentliche" überrollt werden könnte.

<sup>65</sup> Bericht der Expertenkommission für Fragen des Hypothekemarktes (zit. Anm. 59) 104.

Ob die neue steuer- und privatrechtliche Basis ausreicht, um Anlagefonds in die Schweiz zurückzuführen oder ob - wie eine Finanzzeitung kürzlich aufgrund einer Umfrage betitelt hat - "was verloren ist, verloren bleibt", muss abgewartet werden. Jedenfalls dürfte die Neuordnung den Trend zur Abwanderung ins Ausland stoppen.

#### 1.6 Würdigung

Vorstehend wurde versucht, verschiedene Reformprojekte, die sich in unterschiedlichen Stadien befinden und scheinbar nichts miteinander zu tun haben, Revue passieren zu lassen. Dabei hat sich gezeigt, dass diese Projekte bei näherem Zusehen keineswegs als erratische Blöcke nebeneinander stehen. Vielmehr handelt es sich um Bausteine einer in pragmatischer Manier entwickelten Gesamtordnung eines künftigen, zeitgemässen schweizerischen Kapitalmarktrechts.

# Bankwirtschaftliche Konsequenzen neuerer Rechtsentwicklungen

herausgegeben von

Prof. Dr. Ernst Kilgus /  
Prof. Dr. Heinz Zimmermann

mit Beiträgen von

Paolo Bernasconi, Peter Forstmoser, Pierre Lardy, Jean Pernet, Daniel Regolatti,  
Hans Vontobel, Adriano Rampini und Heinz Zimmermann

Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen

Band 156

Verlag Paul Haupt Bern · Stuttgart · Wien  
1992