



Till Spillmann / Andrea Giger*

Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz

Prospektpflicht, Prospektinhalt und Prospektprüfung gemäss dem neuen Finanzdienstleistungsgesetz



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Prospektpflicht und Ausnahmen
 1. Prospektpflicht – die Tatbestände
 - 1.1 Öffentliches Angebot als Auslöser der Prospektpflicht
 - 1.2 Zulassung zum Handel als Auslöser der Prospektpflicht
 2. Prospektfreie Platzierung
 - 2.1 Ausnahmen nach der Art des Angebots
 - 2.2 Ausnahmen nach der Art der Effekten
 - 2.3 Ausnahmen im Zusammenhang mit der Zulassung zum Handel
 - 2.4 Verhältnis der Ausnahmen untereinander
 3. Informationen ausserhalb der Prospektpflicht
- III. Anforderungen an den Prospekt: Prospektinhalt und Form
 1. Inhalt des Prospekts
 2. Pricing Supplement
 3. Zusammenfassung des Prospekts
 4. Inhalt des Basisprospekts
 5. Form und Aufbau des Prospekts
 6. Erleichterungen bei der Prospekterstellung
- IV. Prüfung, Genehmigung und Veröffentlichung des Prospekts
 1. Prüfstelle
 2. Prüfpflicht: Grundsatz und Ausnahmen
 - 2.1 *Ex ante* Prüfpflicht von Angebotsprospekten als Grundsatz
 - 2.2 Ausnahmen von der Prüfpflicht
 3. Prüfverfahren und Formelles zur Prospektprüfung
 4. Gültigkeit und Nachträge zum Prospekt
 5. Anerkennung ausländischer Prospekte
 6. Veröffentlichung des Prospekts
 - 6.1 Pflicht zur Veröffentlichung und Abgabe der Prospekte
 - 6.2 Zeitpunkt der Prospektausgabe
- V. Übergangsbestimmungen
- VI. Fazit

I. Einleitung

Mit der auf den 1. Januar 2020 oder spätestens dem 1. Januar 2021 erwarteten Inkraftsetzung des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) und der Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV)¹ wird für alle Anbieter, die in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreiten oder um Zulassung von Effekten zum Handel an einem Schweizer Handelsplatz ersuchen, ein einheitliches Prospektregime eingeführt. Zusammen mit dem Inkrafttreten des Finanzinstitutsgesetz (FINIG) markiert die Einführung des FIDLEG auch den Abschluss der als *Kleeblattreform* bezeichneten Neukonzeption der Schweizer Finanzmarktarchitektur.²

Das FIDLEG bringt sektor- und produktübergreifend Regeln für das Angebot von Finanzdienstleistungen und den Vertrieb von Finanzinstrumenten. Inhaltlich orientieren sich die Regeln weitgehend an den Regeln der Europäischen Union (MiFID II, EU-Prospektrichtlinie bzw. EU-Prospektverordnung und PRIIPS). Als unmittelbaren Ursprung des FIDLEG kann die globale Finanzmarktkrise in den Jahren 2007 und 2008 bezeichnet werden, insbesondere der Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers und dessen Auswirkungen auf den Markt für strukturierte Produkte.³

¹ Während der definitive Text des FIDLEG bereits bekannt und publiziert ist, liegt erst ein Entwurf der Finanzdienstleistungsverordnung vor (E-FIDLEV). Nach Abschluss der Vernehmlassung im Frühling 2019 wird die Publikation des definitiven Texts in der ersten Hälfte November 2019 erwartet. Sämtliche Vernehmlassungsworten sind abrufbar unter https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2994/Finanzdienstleistungen_Stellungnahmen.pdf (zuletzt besucht am 4. Juni 2019).

² Die Kleeblattreform besteht aus (1) Aufsicht (FINMAG), (2) Infrastruktur (FinfraG), (3) Dienstleistungen (FIDLEG) und (4) Beaufsichtigte (FINIG). TILL SPILLMANN/RICHARD MEYER, FIDLEG – Prospektregelung, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen X, Zürich 2016, 7–31, 7.

³ Vgl. dazu BÖSCH, welcher das FIDLEG als Kind der globalen Finanzmarktkrise bezeichnet, in RENÉ BÖSCH, Das FIDLEG-Prospektrecht ante portas – Guter Anlegerschutz?, SZW 2018, 451–461, 452, mit weiteren Hinweisen zur Entstehungsgeschichte des FIDLEG.

* Dr. Till Spillmann, Rechtsanwalt, Partner, Niederer Kraft Frey AG, Zürich; Andrea Giger, LL.M., Rechtsanwältin, Niederer Kraft Frey AG, Zürich.

Etwas provokativ könnte man im Bereich des Prospektrechts auch sagen, der Schweizer Gesetzgeber hätte seinem europäischen Pendant abgeschrieben. So ist das Prospektrecht und die Prospektprüfpflicht über weite Strecken identisch oder zumindest sehr ähnlich ausgestaltet wie im europäischen Umland.⁴ Dies war aber auch das erklärte Ziel, um ein «level playing field» mit dem europäischen Umland zu schaffen. Auch wenn die Botschaft es nicht auf der Frontseite sagt, war und ist ein wichtiger Treiber für die Überarbeitung der Finanzmarktarchitektur, insbesondere im Bereich der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten, auch der Wunsch, internationalen Standards zu folgen und äquivalente Regeln in Kraft zu setzen, um nach Möglichkeit den Marktzugang zu erhalten.⁵

Prospektrecht ist im Wesentlichen Primärmarkt- oder Erstpublizität. Die Folgepublizität und die Handelspublizität ergänzen die Erstpublizität zur Transparenztrias.⁶ Dem Prospekt kommt somit eine zentrale Informationsvermittlungsfunktion im Finanzmarkt zu und dient primär dem Anlegerschutz im Rahmen der Primärmarktpublizität.⁷ Das neue schweizerische Prospektregime bezweckt konsequenterweise die Verbesserung des Anlegerschutzes und soll sicherstellen, dass die Anleger zeitnah über alle notwendigen Informationen zum Finanzprodukt verfügen, um einen fundierten, rationalen Investitionsentscheid fällen zu können.⁸

In diesem Beitrag werden wir in einem ersten Abschnitt zuerst einen Überblick über die Prospektpflicht und ihre Ausnahmen geben. Dieser wird gefolgt von Ausführungen zum Prospektinhalt und zur Form. Schliesslich wer-

den wir im dritten Teil auf die neue Prospektprüfpflicht eingehen.

II. Prospektpflicht und Ausnahmen

1. Prospektpflicht – die Tatbestände

Im Gegensatz zu den geltenden Schweizer Prospektvorschriften und analog zur europäischen Prospektregelung⁹, gilt künftig der Grundsatz, dass

- jedes *öffentliche Angebot* zum Erwerb von Effekten in der Schweiz und
- *jede Zulassung von Effekten zum Handel* an einem Schweizer Handelsplatz

auf der Basis eines vorgängig publizierten und genehmigten¹⁰ Prospekts durchgeführt werden muss (Art. 35 FIDLEG). Ist keiner dieser beiden Tatbestände erfüllt oder kann eine im FIDLEG verankerten Ausnahme von der Prospektpflicht in Anspruch genommen werden, besteht keine Prospektpflicht. Falls eine Ausnahme für einen der beiden Tatbestände in Anspruch genommen werden kann, heisst dies nicht zwingendermassen, dass auch eine Ausnahme für den anderen Tatbestand vorliegt. So ist etwa denkbar, dass die Platzierung von neu ausgegebenen Aktien im Rahmen eines *Accelerated Bookbuilding* im Umfang von 25 % des Aktienkapitals nur an professionelle Kunden erfolgt und deshalb eine Ausnahme vom öffentlichen Angebot vorliegt, gleichzeitig aber ein Prospekt erstellt werden muss, da die Zulassung zum Handel für diese Aktien eine Prospektpflicht auslöst, weil diesbezüglich von keiner Ausnahme Gebrauch gemacht werden kann.¹¹ Falls für einen der beiden Tatbestände eine Ausnahme in Anspruch genommen werden kann, ist somit immer auch der andere Tatbestand zu prüfen.¹²

Mit der Einführung dieser generellen Prospektpflicht werden nicht nur die geltenden Bestimmungen zum Emissionsprospekt (Art. 652a und Art. 1156 OR) abgelöst und damit die bestehende Unterscheidung zwischen Emissionsprospekt und Kotierungsprospekt aufgehoben, sondern auch die bislang im KAG vorgesehenen

⁴ Vgl. Erläuternder Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements zur Vernehmlassungsvorlage Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) und Bundesgesetz über die Finanzinstitute (FINIG) vom 25. Juni 2014, 60. Im Bereich der Anhänge, welche den Prospektinhalt regeln, wurden allerdings nicht die europäischen Bestimmungen übernommen, sondern es wurden im Wesentlichen die Inhaltsvorschriften der SIX Swiss Exchange AG (Prospektschemata) gespiegelt.

⁵ Vgl. zum Ziel, materielle Äquivalenz anzustreben, auch die Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015 8901 ff., 8913. Vgl. zur Frage der Bedeutung der Äquivalenz als Regulierungstreiber auch ROLF H. WEBER/ROLF SETHE, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 110/2014, 569–577, 569 ff.

⁶ Siehe dazu THOMAS JUTZI, Unternehmenspublizität – Grundlinien einer rechtlichen Dogmatik zur Offenlegung von unternehmensbezogenen Informationen, Habil., Bern 2017, Rz. 606; MIRJAM EGGEN, Produktregulierung im Finanzmarktrecht, Habil., Bern 2015, 212 f. und 416, m.w.H.; RENÉ BÖSCH, Neues gemäss E-FIDLEG: Schnittstellen – Gereimtes und Ungereimtes – Verpasste Chancen, in: Weber/Stoffel/Chenau/Sethe (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone, Zürich/Basel/Genf 2017, 504 ff., m.w.H.

⁷ JUTZI (FN 6), Rz. 340 und 570; EGGEN, Produktregulierung (FN 6), 103.

⁸ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8984; JUTZI (FN 6), Rz. 340 und 570; EGGEN, Produktregulierung (FN 6), 183; SPILLMANN/MEYER (FN 2), 9 f.

⁹ CHRISTIAN REHM/THOMAS WERLEN, Paradigmenwechsel in der Primärkapitalmarktregulierung, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IX, Zürich 2014, 55–87, 64.

¹⁰ Der Prospekt muss neu gemäss Art. 51 Abs. 1 FIDLEG, in Abweichung zu geltendem Recht, in der Regel vor der Veröffentlichung durch die Prüfstelle auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit hin geprüft werden; siehe ausführlich dazu unten Ziffer IV.2.1.

¹¹ Dies wäre anders, wenn die Aktien weniger als 20 % der bereits kotierten Aktien derselben Gattung ausmachen würden. Siehe dazu unten Ziffer II.2.3.

¹² Siehe allerdings zur Frage, inwiefern der Ordnungsgeber die im Gesetz vorgesehenen Ausnahmen im Bereich der Zulassung zum Handel überhaupt einschränken kann FN 99.

Bestimmungen über die Prospektpflicht ins FIDLEG überführt.¹³

Angesichts der künftig gesetzlich verankerten detaillierten und zeitgemässen inhaltlichen Prospektanforderungen ist wohl davon auszugehen, dass es auch in Zukunft nicht wieder zur bisherigen Zerteilung zwischen Emissions- und Kotierungsprospekt kommen wird, obwohl es theoretisch möglich wäre, dass Handelsplätze zusätzliche Anforderungen an den Prospekt bzw. die Offenlegung von Informationen in ihre Regularien aufnehmen.¹⁴ In konzeptioneller Hinsicht wird neu – in Anlehnung an die in Europa geltende EU-Prospektrichtlinie¹⁵ bzw. die in Kürze vollständig in Kraft tretende neue EU-Prospektverordnung¹⁶ – zudem eine für alle Effekten im Sinne von Art. 3 lit. b FIDLEG einheitliche, d.h. produktübergreifende Prospektregulierung eingeführt.¹⁷ Dementsprechend ist – vorbehaltlich der ausdrücklich geregelten Ausnahmen von der Prospektpflicht – grundsätzlich für alle Beteiligungspapiere (wie Aktien, Partizipations- oder Genussscheine) und Forderungspapiere (wie Anleiheobligationen) sowie für Derivate und strukturierte Produkte in Form von Effekten, die in der Schweiz öffentlich angeboten oder an einem Handelsplatz zum Handel zugelassen werden, ein Prospekt zu erstellen.¹⁸

Die neue Regelung führt zudem zu einer deutlichen Ausweitung der Prospektpflicht gegenüber dem geltenden Recht: Analog zur europäischen Prospektregelung¹⁹ sind neu nicht mehr nur *primary offerings* (d.h. öffentliche Angebote neuer Effekten), sondern auch *secondary offerings* (d.h. öffentliche Angebote bereits emittierter Effekten bzw. die Weiterveräusserung im Rahmen des öffentlichen Angebots) prospektpflichtig, solange keine

der Ausnahmen beansprucht werden kann.²⁰ Mit anderen Worten muss neuerdings auch bei Sekundärmarkttransaktionen die Vorfrage beantwortet werden, ob das Angebot als öffentliches Angebot in der Schweiz qualifiziert.

Zu betonen ist auch, dass die Prospektpflicht nicht nur Emittenten trifft. Prospektpflichtig ist vielmehr jede Person, welche ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten in der Schweiz unterbreitet oder die Zulassung zum Handel solcher Effekten an einem Handelsplatz beantragt. Die Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten auf dem Sekundärmarkt (oder auch bei der Beantragung zur Zulassung zum Handel) wird den Nichtemittenten aber vor praktische Probleme stellen, da dieser in der Regel nicht über die für die Erstellung des Prospekts relevanten Informationen der Gesellschaft verfügt und den Emittenten gemäss Art. 35 Abs. 2 FIDLEG keine Mitwirkungspflichten bei der Prospekterstellung trifft.²¹

1.1 Öffentliches Angebot als Auslöser der Prospektpflicht

Wie in der Europäischen Union wird die Prospektpflicht neu wie bereits erwähnt u.a. durch ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten in der Schweiz ausgelöst.²² Wesentlich für die Bestimmung des Anwendungsbereichs der Prospektpflicht ist folglich die Umschreibung des Begriffs des öffentlichen Angebots.²³

a. Legaldefinitionen und weitere Hilfestellungen

Der Gesetzgeber hält verschiedene Legaldefinitionen als Hilfestellungen für die Beantwortung der Frage bereit, was ein *Angebot* ist und wann dieses *öffentlich* erfolgt.

So gilt als *Angebot* gemäss Art. 3 lit. g FIDLEG

jede Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selber enthält.

Gemäss Art. 3 lit. h FIDLEG ist ein *öffentliches* Angebot ein

an das Publikum gerichtetes Angebot.

Der Entwurf der FIDLEV konkretisiert diese Legaldefinitionen weiter. So liegt gemäss Art. 3 Abs. 3 E-FIDLEV ein *Angebot* vor bei

einer Kommunikation jeglicher Art, die

a. ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument enthält; und

¹³ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 7ff., 12; REHM/WERLEN (FN 9), 63.

¹⁴ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 12. Dies ist aber aufgrund der Möglichkeit für Anbieter, regulatorische Arbitrage zu betreiben, nicht zu erwarten.

¹⁵ Richtlinie 2003/71/EG 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, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG; Amtsblatt Nr. L 345 vom 31. Dezember 2003 (nachfolgend, EU-Prospektrichtlinie bzw. ProspektRL).

¹⁶ Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (nachfolgend EU-Prospektverordnung bzw. ProspektVO). Die EU-Prospektverordnung ist am 20. Juli 2017 in Kraft getreten. Die EU-Prospektverordnung gilt – mit wenigen Ausnahmen – aber erst ab dem 21. Juli 2019.

¹⁷ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 12; RENÉ BÖSCH, Das neue Schweizer Prospektrecht gemäss E-FIDLEG – eine Bestandaufnahme und erste Würdigung, ZSR 2016, 81–103, 88; PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI, Ein Überblick über das künftige Finanzdienstleistungsgesetz und Finanzinstitutsgesetz, GesKR 3/2014, 334–347, 335.

¹⁸ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8901 ff, 8970.

¹⁹ Vgl. Art. 3 Abs. 2 ProspektRL bzw. Art. 5 ProspektVO.

²⁰ SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Überblick (FN 17), 341; BÖSCH, Bestandaufnahme (FN 17), 88.

²¹ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8971; SPILLMANN/MEYER (FN 2), 14 f.; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Überblick (FN 17), 341.; REHM/WERLEN (FN 9), 68.

²² Art. 35 Abs. 1 FIDLEG; siehe auch Art. 3 Abs. 1 ProspektRL bzw. Art. 3 Abs. 1 ProspektVO.

²³ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 13.

b. die üblicherweise darauf abzielt, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und dieses zu veräussern.

Schliesslich richtet sich gemäss Art. 3 Abs. 4 E-FIDLEV ein Angebot an das Publikum,

wenn es sich an einen unbegrenzten Personenkreis richtet.

Die verschiedenen Legaldefinitionen und Konkretisierungen auf Verordnungsstufe können somit wie folgt zusammengefasst werden:

Ein öffentliches Angebot gemäss FIDLEG ist jede an einen unbegrenzten Personenkreis in der Schweiz gerichtete Kommunikation jeglicher Art zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selber enthält und die üblicherweise darauf abzielt, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und dieses zu veräussern.

Diese Legaldefinitionen lehnen sich an die entsprechende Definition des öffentlichen Angebots in der EU-Prospektrichtlinie²⁴ bzw. EU-Prospektverordnung²⁵ an und orientieren sich auch an der bisherigen Verwendung des Begriffs in Art. 652a und 1156 OR.²⁶

Des Weiteren hält Art. 3 Abs. 5 E-FIDLEV einen nicht abschliessenden Negativkatalog bereit, wonach u.a. die folgenden Sachverhalte nicht als Angebot im Sinne des FIDLEG gelten:

- a. die namentliche Nennung von Finanzinstrumenten ohne oder in Verbindung mit faktischen, allgemeinen Informationen wie ISIN, Nettoinventarwerte, Preise, Risikoinformationen, Kursentwicklung, Steuerzahlen;
- b. das bloss zur Zurverfügungstellen faktischer Informationen;
- c. die Aufbereitung, das Zurverfügungstellen, die Veröffentlichung und die Weiterleitung von Informationen und Unterlagen zu Finanzinstrumenten, die gesetzlich oder vertraglich erforderlich sind, an bestehende Kunden oder Finanzintermediäre, wie Corporate-Action-Informationen, Einladungen zu Generalversammlungen und damit verbundene Anforderungen zur Erteilung von Instruktionen.

b. Angebot im Sinne des Gesetzes

Basierend auf den Legaldefinitionen kann somit gesagt werden, dass, um als Angebot qualifiziert werden zu können, es sich um eine Kommunikation jeglicher Art

handeln kann. Die Kommunikation kann somit schriftlich oder mündlich erfolgen. Ebenfalls muss es sich bei der Kommunikation nicht zwingenderweise um eine Offerte handeln, sondern es reicht auch eine Einladung zur Offertstellung (*invitatio ad offerendum*).²⁷ Jedoch hat die Kommunikation gewisse Mindestanforderungen zu erfüllen, damit sie im Sinne des FIDLEG als Angebot qualifiziert. Gemäss Erläuterndem Bericht FIDLEV sind diesbezüglich letztlich die allgemeinen Bestimmungen des OR heranzuziehen.²⁸ Sprich, man muss sich bei der Kommunikation fragen, ob gemäss den Regeln des OR mit einem Akzept der Offerte ein gültiger Vertrag zustande kommen würde. Konkret bedeutet dies vor dem Hintergrund der Legaldefinitionen und den Materialien u.E., dass

- die Kommunikation insbesondere die wesentlichen Vertragsbedingungen des Angebots enthalten und somit genügend konkret sein muss, dass ein investitionsbereiter Adressat die Offerte ohne weitere Verhandlungen nur noch akzeptieren kann (d.h. es müssen die *essentialia negotii* wie Kaufobjekt und Preis oder Preisrahmen bekannt sein);²⁹
- die Kommunikation auf den Vertragsschluss in Bezug auf ein bestimmtes Finanzinstrument gerichtet sein muss (vgl. Art. 3 Abs. 3 lit. b E-FIDLEV);³⁰
- die Kommunikation vom Investor gemäss dem Vertrauensprinzip als verbindliche Erklärung (Angebot/Einladung zur Offertstellung) verstanden werden darf;³¹ und
- ein individueller Investitionsentscheid auf Seiten des Anlegers möglich ist.³²

Aus den obigen Kriterien ergibt sich u.E. implizit auch, so banal dies klingen mag, dass es letztlich auch immer einen Anbieter für die betreffenden Finanzinstrumente geben muss.

Schliesslich sei noch einmal betont, dass das Angebot nicht vom Emittenten bzw. der Gesellschaft ausgehen

²⁷ Vgl. Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 20.

²⁸ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 19 f.

²⁹ Vgl. Art. 3 lit. g FIDLEG, Art. 3 Abs. 3 lit. a E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 20; SPILLMANN/MEYER (FN 2), 14; PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI, Ausnahmen von der Prospektpflicht unter dem künftigen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 1/2018, 1–9, 2 f.

³⁰ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 19.

³¹ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 20; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8948.

³² Dies ergibt sich u.E. implizit aufgrund den Legaldefinitionen, welche darauf abzielen, genügend Informationen für einen Investitionsentscheid zu vermitteln, sowie klarmachen, dass die Aktivitäten üblicherweise darauf abzielen müssen, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und dieses zu veräussern. Vgl. auch Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 20 mit Hinweis auf Erwägung 22 der ProspektVO, wonach Wertpapierzuteilungen nicht als öffentliches Angebot gelten, wenn auf Seiten des Empfängers die Möglichkeit einer individuellen Investitionsentscheidung fehlt; siehe auch SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 3.

²⁴ Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. d ProspektRL.

²⁵ Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. d ProspektVO.

²⁶ Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationsverordnung (AOV) vom 24. Oktober 2018, 19 (nachfolgend Erläuternder Bericht FIDLEV); BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 85; BÖSCH, Schnittstellen (FN 6), 498.

muss, um dessen Effekten es geht. Die Angebotspflicht trifft auch Drittpersonen.³³

c. Öffentlich vs. nicht öffentliche Angebote

Damit ein Angebot von Effekten in der Schweiz eine Prospektspflicht unter dem FIDLEG auslöst, muss das Angebot *öffentlich* bzw. *an das Publikum gerichtet* sein.³⁴ Handelt es sich bei der relevanten Kommunikation um ein Angebot im Sinne des Gesetzes, stellt sich somit die Folgefrage, ob die Kommunikation öffentlich im Sinne des Gesetzes ist. Dies ist insbesondere deshalb bemerkenswert, weil aufgrund der Gesetzessystematik die Frage nach dem öffentlichen Angebot positiv beantwortet werden muss, damit z.B. die sog. «Privatplatzierungsausnahme» überhaupt relevant wird.³⁵ Liegt kein öffentliches Angebot vor, bedarf es konsequenterweise auch keiner Privatplatzierungsausnahme.³⁶ Verschiedene Autoren haben sich aufgrund der Gesetzessystematik deshalb gefragt, ob dem Begriff der Öffentlichkeit überhaupt noch eine eigenständige Bedeutung zukomme.³⁷

Die Frage scheint auch im Rahmen der EU-Prospektverordnung unklar zu sein. So fragen etwa *Pietrancosta* und *Marraud des Grottes* provokativ «has the notion of «private offerings» been abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?».³⁸ Mit anderen Worten fragen die beiden Autoren in ihrer Publikation, ob es nach Einführung der EU-Prospektverordnung überhaupt noch nicht öffentliche Angebote geben wird.³⁹ Während nämlich die EU-Prospektrichtlinie in Artikel 3 Abs. 2 lit. b vorsieht, dass Angebote an weniger als 150 natürliche oder juristische Personen von der Pflicht, einen Prospekt zu veröffentlichen, ausgenommen sind, sieht die EU-

Prospektverordnung diese Privatplatzierungsausnahme gemäss Art. 1 Abs. 4 lit. b technisch als Ausnahme zur Pflicht der Publikation eines Prospekts bei öffentlichen Angeboten vor. Das FIDLEG folgt dieser Systematik. Diese Änderung mag marginal erscheinen, und offenbar scheint sie gemäss *Pietrancosta* und *Marraud des Grottes* in der EU relativ unbemerkt bzw. ohne Diskussion eingeführt worden zu sein. Der Schweizer Gesetzgeber hat den Wortlaut der EU-Prospektverordnung dann wohl einfach entsprechend übernommen.⁴⁰

In Konsequenz bedeutet das u.a. aber, dass private Angebote, sprich Angebote, welche nicht ans Publikum bzw. nicht an einen unbegrenzten Personenkreis gerichtet sind, der Prospektspflicht nicht unterstehen, ohne dass es hierzu einer Privatplatzierungsausnahme von der Prospektspflicht bedürfte. Die Prospektspflicht besteht im Rahmen von privaten Angeboten nämlich gar nicht. Dieser Umstand darf aber nun nicht dazu führen, dass man argumentiert, dem Kriterium der Öffentlichkeit dürfe keine eigenständige Bedeutung mehr zukommen oder es seien keine hohen Anforderungen an das Kriterium zu stellen. Genau dies scheint der Erläuternde Bericht FIDLEV aber zu suggerieren.⁴¹ So besagt dieser: «Was die Begriffe «öffentlich» bzw. «an das Publikum gerichtet» anbelangt, so sind diese an keine hohen Anforderungen geknüpft; auch die Erstplatzierung einer Emission (*primary offering*) oder Angebote, die sich nur an einen ausgewählten Personenkreis, wie Mitarbeiter oder bestimmte Berufsgruppen richten, sind grundsätzlich öffentliche Angebote.»⁴² Dies ist u.E. in dieser Pauschalität falsch und letztlich gegen den Wortlaut des FIDLEG und der E-FIDLEV. Angebote, welche an einen ausgewählten Personenkreis gerichtet sind, sind gemäss Legaldefinitionen eben gerade *nicht* öffentlich⁴³, können es aber natürlich je nach den Umständen ausnahmsweise trotzdem sein. Kurzum, sowohl FIDLEG wie auch E-FIDLEV halten Legaldefinitionen für die Frage des öffentlichen Angebots bzw. das Publikum bereit. Der Gesetzgeber geht also unzweideutig davon aus, dass dem Begriff der Öffentlichkeit eigenständige Bedeutung zukommt. Zusammenfassend kann somit festgehalten werden, dass neben nicht öffentlichen Angeboten neu eben auch gewisse öffentliche Angebote prospektfrei getätigt werden können.⁴⁴ Der Spielraum für prospektfreie

³³ Siehe hierzu bereits oben Ziffer II.1.

³⁴ Art. 3 lit. h FIDLEG.

³⁵ Siehe dazu unten Ziffer II.2.1.

³⁶ Siehe dazu bereits SPILLMANN/MEYER (FN 2), 13 f.; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 3 f., die jedoch bei der Gesetzgebungssystematik an der bisherigen Terminologie der Privatplatzierungsausnahme festzuhalten scheinen.

³⁷ Vgl. etwa SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 2. Vgl. auch REHM/WERLEN (FN 9), welche auf die grundsätzliche Diskrepanz zwischen dem schweizerischen und europäischen Konzept und dem US-amerikanischen Konzept hinweisen.

³⁸ ALAIN PIETRANCOSTA/ALEXIS MARRAUD DES GROTTES, Has the Notion of «Private Offerings» Been Abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?, SSRN-id3124225 (inofficial translation of an article that was published in French in the Bulletin Joly Bourse 01/01/2018, n°1, 60); abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3124225 (zuletzt besucht am 4. Juni 2019).

³⁹ «These questions can be seriously raised in view of the upheaval that the new European provisions on the prospectus will cause in many Member States, such as France, where the 2003 Prospectus Directive was understood as drawing a distinction between a public offering, either subject to or exempted from the prospectus requirement, and a private offering, falling outside the scope of this prospectus requirement. Indeed, the 2017 Prospectus Regulation essentially removes this distinction in matters of securities and explicitly characterises transactions formerly analysed as private offerings as public offerings benefiting from a prospectus «exemption» (PIETRANCOSTA/MARRAUD DES GROTTES (FN 38), Abstract).

⁴⁰ Vgl. hierzu auch TILL SPILLMANN/ANDREA GIGER, Non-public offerings in Switzerland – an endangered species?, ILO Newsletter, abrufbar unter <https://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Capital-Markets/Switzerland/Niederer-Kraft-Frey/Non-public-offerings-in-Switzerland-an-endangered-species> (zuletzt besucht am 4. Juni 2019).

⁴¹ Siehe dazu Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 19, wonach an die Begriffe «öffentlich» bzw. «an das Publikum gerichtet» keine hohen Anforderungen zu stellen seien.

⁴² Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 19.

⁴³ Siehe das Beispiel betreffend Mitarbeiter im Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 19.

⁴⁴ Siehe zu den Ausnahmen im Kontext von öffentlichen Angeboten unten Ziffer II.2.

Transaktionen ist u.E. somit tendenziell grösser geworden.

Die Frage, wann im konkreten Einzelfall eine *an das Publikum* gerichtete Einladung vorliegt, kann nicht leicht beantwortet werden. Basierend auf dem unter geltendem Recht entwickelten Kriterium der Öffentlichkeit ist gemäss Art. 3 Abs. 4 E-FIDLEV von einem Angebot an das Publikum auszugehen, *wenn sich die Information an einen unbegrenzten Personenkreis richtet*.⁴⁵ Im Übrigen ist u.E. der Begriff der Öffentlichkeit nicht einfach gemäss heutiger Praxis zu Art. 652a Abs. 2 OR zu interpretieren. Das Prospektrecht gemäss FIDLEG wurde relativ systematisch und umfassend der europäischen Regelung entnommen. Zudem war es die Absicht des Gesetzgebers, nicht über das europäische Regime hinauszugehen.⁴⁶ Wir plädieren deshalb dafür, den Begriff der Öffentlichkeit auch in Anlehnung an die Interpretation der europäischen Regelung zu interpretieren (einen solch zentralen Begriff isoliert anders zu beurteilen, hätte das Potential, die ganze Rezeption des ausländischen Rechts zu verfälschen), weshalb wir uns in der Folge u.a. auch auf die Praxis zum deutschen Wertpapierprospektgesetz (WpPG)⁴⁷ und dessen Kommentierung beziehen werden.⁴⁸

Bei der Beurteilung der Qualität des Angebots ist u.E. primär auf die objektivierte Sicht eines vernünftigen Anlegers abzustellen; massgeblich ist demnach, ob die Anleger die in Frage stehende Mitteilung nach Treu und Glauben als Angebot an einen offenen Adressatenkreis auffassen dürfen.⁴⁹ Daraus folgt u.E., dass im Rahmen der Beurteilung des Kriteriums der Öffentlichkeit rein quantitative Kriterien nicht ausschlaggebend sind⁵⁰. Dies wird insbesondere auch aus der Umschreibung der Ausnahmetatbestände in Art. 36 FIDLEG ersichtlich, welche unter anderem implizit vorsehen, dass auch dann ein öffentliches Angebot vorliegen kann, wenn sich das Angebot z.B. an weniger als 500 Anleger richtet (also an sich an einen quantitativ begrenzten Personenkreis). Dieser Ausnahmetatbestand ergibt aber nur dann Sinn,

wenn die Unbegrenztheit des Personenkreises für die Auslegung der Öffentlichkeit eines Angebots keine Rolle spielt bzw. ein Angebot an einen derart begrenzten Personenkreis als öffentlich gilt.⁵¹ Ebenfalls unbehelflich ist aufgrund der verschiedenen Ausnahmebestimmungen die rein *abstrakte Bestimmbarkeit* des angesprochenen Personenkreises. Dies ergibt sich etwa aus dem Umstand, dass es eine Ausnahme für öffentliche Angebote an Arbeitnehmerinnen gibt (Art. 37 Abs. 1 lit. g FIDLEG). Die Ausnahme würde aus gesetzgeberischer Sicht gar keinen Sinn machen, wenn aufgrund der (abstrakten) quantitativen Begrenztheit der Anzahl Arbeitnehmer gar kein öffentliches Angebot vorliegen kann.⁵²

Konsequenz dieser Interpretation ist u.E., dass der Begriff der Öffentlichkeit *primär* mit Hilfe *qualitativer Kriterien* zu bestimmen ist.⁵³ Der zahlenmässige Umfang der Adressaten des Angebots mag zwar bei der Auslegung ebenfalls berücksichtigt werden, ausschlaggebend sollten aber grundsätzlich qualitative Kriterien sein. Qualitative Kriterien sind etwa bestehende persönliche Kontakte oder Geschäftsbeziehungen oder die gezielte individuelle Ansprache. Unseres Erachtens kann somit z.B. auch dann ein nicht öffentliches Angebot vorliegen, wenn z.B. sämtliche Aktionäre einer privat gehaltenen Aktiengesellschaft mit Namenaktien angesprochen werden, selbst wenn die Anzahl Aktionäre die Zahl 500 übersteigt. Das Gleiche gilt u.E. z.B. für ein Angebot an sämtliche Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer eines Schweizer KMU mit einer überschaubaren Anzahl Mitarbeiter, so dass die einzelnen Mitarbeiter konkret und ohne Weiteres festgestellt werden können. Gleichzeitig können natürlich Inserate und andere öffentliche Publikationen des Angebots dazu führen, dass das Angebot als öffentlich zu qualifizieren ist, auch wenn nur wenig Personen angesprochen werden. Disclaimers, welche klar auf den begrenzten Adressatenkreis hinweisen, können aber u.E. ebenfalls dazu führen, dass ein Angebot als nicht öffentlich qualifiziert, sofern auch geeignete Massnahmen getroffen werden, dass effektiv nur Anleger, welche dem entsprechenden Adressatenkreis zugehören, die angebotenen Effekten erwerben können.⁵⁴

Zu ergänzen ist hier jedoch, dass falls eine sehr hohe Anzahl von Adressaten angesprochen wird, die Grenze zum öffentlichen Angebot überschritten sein kann, selbst wenn die qualitativen Kriterien an sich für ein nicht

⁴⁵ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8948, 8971; BÖSCH, Schnittstellen (FN 6), 498; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 3.

⁴⁶ Vgl. Botschaft FIDLEG (FN 5), 8902, 8918, 8939 f.

⁴⁷ Das Wertpapierprospektgesetz vereinheitlicht im Sinne einer Ausführungsgesetzgebung entsprechend den europäischen Vorgaben das Regelwerk für Prospekte, die für das öffentliche Angebot von Wertpapieren veröffentlicht werden.

⁴⁸ Wobei den Autoren klar ist, dass unter dem Regime der EU-Prospektrichtlinie jeder Mitgliedstaat seine eigene Umsetzungsgesetzgebung kannte und diese auch nuanciert unterschiedlich war. Siehe dazu etwa PIETRANOSTA/MARRAUD DES GROTTES (FN 38). Die Praxis unter der direkt anwendbaren EU-Prospektverordnung wird sich erst noch etablieren müssen, die entsprechenden lokalen Umsetzungsgesetzgebungen werden mit Inkrafttreten der EU-Prospektverordnung im Juli 2019 automatisch ausser Kraft gesetzt werden.

⁴⁹ Vgl. dazu bereits SPILLMANN/MEYER (FN 2), 13.

⁵⁰ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 13; gl. M. SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 3 und REHM/WERLEN (FN 9), 65.

⁵¹ Vgl. zu dieser Auffassung unter deutschem Recht BERRAR/MEYER/MÜLLER/SCHNORBUS/SINGHOF/WOLF in: Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf, Frankfurter Kommentar WpPG und EU-ProspektVO, 2016 (nachfolgend Frankfurter Kommentar WpPG), § 2, Rz. 34.

⁵² Vgl. zu dieser Auffassung unter deutschem Recht Frankfurter Kommentar WpPG (FN 51), § 2, Rz. 86.

⁵³ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 13; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 3; REHM/WERLEN (FN 9), 65 ff.

⁵⁴ Vgl. hierzu zum deutschen Recht, Frankfurter Kommentar WpPG (FN 51), § 2 Rz. 38; § 3 Rz. 16 ff.

öffentliches Angebot sprechen.⁵⁵ Z.B. wenn der Adressatenkreis zwar begrenzt ist, man aber aufgrund der grossen Anzahl Adressaten nach dem Vertrauensprinzip nicht mehr davon ausgehen kann, dass das Angebot privat ist (etwa ein Angebot an alle Arbeitnehmerinnen eines global tätigen Konzerns oder ein Angebot an alle Mitglieder einer Berufsgruppe). In diesen Fällen sind die angesprochenen Adressaten zwar theoretisch begrenzt, es fehlt aber an der konkreten Bestimmbarkeit.⁵⁶

Zusammenfassend halten wir fest, dass nach der hier vertretenen Auffassung dem Begriff der Öffentlichkeit auch unter dem FIDLEG eine eigenständige und durchaus wichtige Bedeutung zukommt. Bei der Frage nach der Prospektspflicht ist daher zuerst immer zu fragen, ob ein Angebot öffentlich erfolgt. Erst wenn diese Frage positiv beantwortet wird, stellt sich die Frage nach den möglichen Ausnahmen. Der Begriff der Öffentlichkeit ist grundsätzlich nach qualitativen Kriterien zu beurteilen, quantitative Kriterien können aber weiterhin in die Auslegung einbezogen werden; wie gezeigt, vermögen unter Umständen solche quantitative Kriterien qualitative Kriterien auch «übersteuern». Dabei ist u.E. bei der Frage der Begrenztheit zwischen einer *konkreten Bestimmbarkeit* und der *abstrakten Bestimmbarkeit* des begrenzten Adressatenkreises zu unterscheiden. Abstrakte Bestimmbarkeit des Personenkreises (wie etwa sämtliche Mitglieder einer Berufsgruppe) reicht für die Verneinung des Vorliegens eines öffentlichen Angebots nicht aus.

Die Fragestellung ist unseres Erachtens auch im Rahmen von Privatplatzierungen nicht nur *pour la galerie*. Nach geltendem Recht vorgenommene Privatplatzierungen, etwa die gezielte Auswahl einer Handvoll vorselektierter Investoren im Rahmen von *Accelerated Bookbuildings* (ABB) gepaart mit der geltenden Praxis zur Veröffentlichung der Transaktion nur im Rahmen der regulatorisch notwendigen Ad hoc-Mitteilungen, sind nach der hier vertretenen Auffassung weiterhin nicht von der Prospektspflicht erfasst – und müssen keine Ausnahme in Anspruch nehmen. In der Praxis wird man sich deshalb konkret überlegen müssen, ob man diese ABBs weiterhin als nicht öffentliche Angebote ausgestalten will oder ob man diese bewusst öffentlich gestaltet, jedoch die verfügbaren Ausnahmen in Anspruch nimmt. Berechtigterweise fragt sich die Leserin, ob dies denn überhaupt einen Unterschied mache; so oder so kann die Transaktion ja prospektfrei erfolgen. Diese Schlussfolgerung ist u.E. korrekt, allerdings sind folgende zwei Punkte zu bedenken:

⁵⁵ Vgl. zu dieser Auffassung unter deutschem Recht, Frankfurter Kommentar WpPG (FN 51), § 2 Rz. 36.

⁵⁶ Vgl. zu dieser Auffassung unter deutschem Recht, Frankfurter Kommentar WpPG (FN 51), § 2 Rz. 35 (die abstrakte Bestimmbarkeit ist kein negatives Abgrenzungsmerkmal zur nicht öffentlichen Platzierung).

- Wenn das Angebot öffentlich ist, muss man sicher sein, dass man sich innerhalb der verfügbaren Ausnahmen bewegt. Das Angebot weiterhin als nicht öffentlich auszugestalten, hätte den Vorteil, eine Art doppelten Boden zu haben: Sollte man sich nicht innerhalb einer Ausnahme bewegen, hätte man immer noch das Argument, das Angebot sei nicht öffentlich und bedürfe deshalb gar keiner Ausnahme, um prospektfrei erfolgen zu können.⁵⁷
- Wenn das Angebot öffentlich ausgestaltet ist, man aber von einer Ausnahme profitieren kann und somit keine Prospektspflicht besteht, gilt neu gemäss Art. 39 FIDLEG eine Gleichbehandlungspflicht, falls wesentliche Informationen zu einem öffentlichen Angebot zur Verfügung gestellt werden. Dies ist u.E. nicht der Fall, falls die Transaktion prospektfrei erfolgt, weil das Angebot nicht öffentlich ist.⁵⁸

d. Anwendungsfälle

Nachfolgend wollen wir verschiedene praktische Anwendungsfälle diskutieren und der Frage nachgehen, ob es sich um Angebote und allenfalls öffentliche Angebote im Sinne des Gesetzes handelt:

i. Early look meetings

Im Vorfeld eines Börsengangs werden typischerweise auf vertraulicher Basis sog. *early look meetings* oder andere ähnliche Treffen (wie etwa *pilot fishing meetings* oder andere *pre-sounding meetings*) mit potentiellen Investoren abgehalten. Zweck dieser Treffen ist es, von potentiellen Investoren erste Einschätzungen zum Unternehmen, zur Bewertung oder Bewertungsmethodologie oder anderen ausgewählten Aspekten einzuholen. Zudem prüft man auch ganz grundsätzlich, ob die Investoren Interesse am Unternehmen bekunden. Zum Zeitpunkt dieser Treffen liegen i.d.R. noch keine konkreten Informationen zum Angebot vor. Insbesondere fehlt der Angebotspreis oder die Angebotspreisspanne. Zudem haben diese Treffen nicht zum Zweck, Aktien zu verkaufen, sondern es handelt sich um reine Vorabklärungen in Bezug auf ein potentielles zukünftiges Angebot. Teilnehmer solcher Treffen werden im Rahmen von Disclaimers auch regelmässig darauf aufmerksam gemacht, dass es sich bei der Präsentation nicht um ein Angebot im Sinne des Gesetzes handelt. Für die Teilnehmer ist somit auch deshalb erkennbar, dass die Treffen nicht zum Zweck haben, Ef-

⁵⁷ Allerdings können in der Praxis Restriktionen bei der Behandlung mit sog. *reverse enquiries* entstehen. Dabei handelt es sich um Anfragen von Investoren, welche im Rahmen eines nicht öffentlichen Angebots auf den Anbieter oder eine platzierende Bank zugehen, aber selber nicht auf einer vorselektierten Liste stehen. Diese können wohl nicht ohne Weiteres berücksichtigt werden, will man nicht Gefahr laufen, dass das an sich nicht öffentliche Angebot doch als öffentlich betrachtet wird.

⁵⁸ Vgl. hierzu unten Ziffer II.3.

fechten zu veräussern. Bei diesen Treffen handelt es sich u.E. somit nicht um Angebote im Sinne des FIDLEG.⁵⁹

ii. Roadshow

Bei Börsengängen geht das Management typischerweise auf die sog. *Roadshow*, um sein Unternehmen zu präsentieren, wobei detaillierte Angaben zu den Effekten und zum Angebot gemacht werden. Zudem wird die Preisspanne des Angebots bekanntgegeben. Roadshows bezwecken somit, potentiellen Investoren Effekten zum Erwerb anzubieten, wobei die konkreten Angebotsbedingungen (wie Details zu den Effekten, Preisspanne oder Angebotspreis sowie Lieferzeitpunkt) zu diesem Zeitpunkt bekannt sind. Aus den genannten Gründen ist die Roadshow, sofern sie in der Schweiz erfolgt bzw. an Schweizer Anleger gerichtet ist, zweifelsohne als Angebot im Sinne des FIDLEG zu qualifizieren. Auch gemäss bestehender Praxis werden deshalb die Prospekte vor Beginn der Roadshow publiziert.

iii. Non-deal roadshows

Non-deal roadshows sind Treffen des Managements mit Investoren, welche ausserhalb von konkreten Transaktionen durchgeführt werden. Der Zweck solcher *non-deal roadshows* ist nicht, den Investoren bestimmte Effekten zum Kauf anzubieten, vielmehr geht es dabei um Informationsvermittlung zum laufenden Geschäft (im zulässigen Rahmen) sowie generell Investorenpflege.

Unseres Erachtens stellen *non-deal roadshows* in diesem Sinne deshalb grundsätzlich kein Angebot dar. Allerdings gilt es für das Management, eine gewisse Vorsicht walten zu lassen. Der Zweck solcher Treffen sollte den Investoren im Rahmen der Einladung und der Verwendung von entsprechenden Disclaimers klar gemacht werden. Zudem dürfen natürlich keine Effekten angeboten werden, da man sonst Gefahr läuft, sofort im Bereich des Angebots zu liegen. Je nach Ankündigung, Anzahl und Teilnehmerkreis solcher Treffen bestünde somit das Risiko, dass das Angebot als öffentlich zu qualifizieren ist und somit die Prospektspflicht ausgelöst würde.

iv. Werbung

Die Abgrenzung zwischen allgemeiner Werbung und einem Angebot kann sich in der Praxis schwierig gestalten. So können Werbung und andere (Produkt-)Informationen unbeabsichtigt ebenfalls ein öffentliches Angebot darstellen. Als Hilfestellung hält der Gesetzgeber fest, dass allgemein gehaltene Werbung in der Regel mangels konkreter Angaben zum Finanzinstrument nicht als öf-

fentliches Angebot qualifiziert.⁶⁰ Von zentraler Bedeutung für die Abgrenzung ist somit, wie detailliert die Werbung ausgestaltet ist – Mitteilungen, die sich spezifisch auf ein konkretes Finanzinstrument beziehen bzw. Mitteilungen, deren Ziel es ist, dem Publikum eine Beurteilung einer Emission und einen Investitionsentscheid zu ermöglichen, bergen das Risiko, als Angebot gewertet zu werden.⁶¹

v. Anderweitige Zuteilung von Effekten

In gewissen Situationen werden Effekten Empfängern zugeteilt, ohne dass der Empfänger einen Investitionsentscheid fällen kann. Dies kann etwa bei der Zuteilung von Aktien im Rahmen von Spin-offs oder Mitarbeiterbeteiligungsplänen der Fall sein. Hier fragt es sich, ob diese Zuteilung ein Angebot darstellt. Unseres Erachtens ist dies zu verneinen. Wie bereits erwähnt, muss die Kommunikation auf einen (individuellen) Investitionsentscheid des Anlegers gerichtet sein. Das heisst, falls ein Anleger bei der Allokation oder Zuteilung keinen Investitionsentscheid fällen kann, ist auch nicht von einem Angebot auszugehen.⁶²

vi. Online-Plattformen

Typischerweise werden auf Online-Plattformen Effekten unter Angabe der ISIN, weiteren Stammdaten und der aktuellen Kurse aufgeführt. Diese Plattformen stellen folglich bloss faktische Informationen zu den Finanzinstrumenten zur Verfügung und dienen primär der Informationsvermittlung. Sie sind gemäss dem in Art. 3 Abs. 5 E-FIDLEV statuierten nicht-abschliessenden Negativkatalog nicht als Angebot zu werten. Unglücklicherweise hält der Erläuternde Bericht FIDLEV aber fest, dass das Zurverfügungstellen von Informationen auf Online-Plattformen ein Angebot darstellen kann, wenn die aufgeführten Effekten direkt über die Online-Plattform erworben werden können.⁶³ Diese Aussage ist heikel und dürfte nicht im Sinn des Gesetzgebers sein. Auch Online-Plattformen, bei welchen Kunden Effekten erwerben können, stellen u.E. aus folgenden Gründen kein Angebot dar:

- Online-Plattformen bezwecken primär das Zurverfügungstellen bzw. die Veröffentlichung von Informationen zu Finanzinstrumenten und dieser blosser Informationszweck ist für den Investor gemäss Treu

⁵⁹ Vgl. Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 20; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8948; SANDRO ABEGGLEN/THOMAS HOCHSTRASSER, FIDLEG – was kommt gemäss Botschaft des Bundesrates auf die Finanzdienstleister zu?, SJZ 112/2016, 369–380, 374.

⁶⁰ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 20; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8948.

⁶¹ Der Begriff des öffentlichen Angebots ist vom Begriff der Werbung gemäss Art. 68 FIDLEG und Art. 95 E-FIDLEV zu unterscheiden. Gemäss Art. 68 FIDLEG muss die Werbung für Finanzinstrumente klar als solche erkennbar gemacht werden. Zudem muss in der Werbung, auf den Prospekt und das Basisinformationsblatt und die Bezugsstellen verwiesen werden. Schliesslich muss sie mit den im Prospekt enthaltenen Angaben übereinstimmen.

⁶² Siehe oben Ziffer II.1.1b.

⁶³ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 20.

und Glauben erkennbar, d.h. ein Investor kann diese Information basierend auf dem Vertrauensprinzip nicht als Angebot verstehen. Zudem gelten solche Listen gemäss Negativkatalog nach Art. 3 Abs. 5 E-FIDLEV gerade explizit nicht als Angebot.

- Online-Plattform zielen nicht darauf ab, auf ein *bestimmtes* Finanzinstrument aufmerksam zu machen, wie dies Art. 3 Abs. 3 lit. b E-FIDLEV verlangt, vielmehr werden unzählige Finanzinstrumente aufgeführt. Die Onlineplattformen stellen deshalb primär eine Dienstleistung zur Verfügung, bezwecken aber nicht das Bewerben einzelner Finanzinstrumente. Sie sind selber in der Regel auch keine Anbieter.
- Will ein Anleger eine auf der Plattform angezeigte Effekte erwerben, muss er regelmässig aus Eigeninitiative handeln und weitere Schritte für den Kauf veranlassen (wie z.B. ein Konto eröffnen und sich entsprechend vor einem allfälligen Kauf auch einloggen). Zudem wird der aktuelle Kurs regelmässig erst vorliegen, wenn er die weiteren Schritte für den Kauf durchlaufen hat – mit anderen Worten sind die wesentlichen Vertragsbedingungen nicht genügend konkret auf der Online-Plattform publiziert.

- vii. Publikation von Geschäftsberichten oder Ad hoc-Mitteilungen

Die Publikation von Geschäftsberichten oder anderen regulatorischen Mitteilungen wie etwa Ad hoc-Mitteilungen stellt kein Angebot im Sinne des Gesetzes dar. Für die Empfänger dieser Informationen ist erkennbar, dass der Zweck der Zustellung nicht ein Angebot ist. Zudem stellt auch gemäss Negativkatalog (Art. 3 Abs. 5 lit. b E-FIDLEV) das Blosser zur Zurverfügungstellen faktischer Informationen kein Angebot dar. Dies muss umso mehr gelten, als die Publikation der erwähnten Informationen gesetzlich bzw. regulatorisch auch vorgeschrieben ist.⁶⁴

- viii. Reverse Solicitation

Bei der Reverse Solicitation erfolgt ein Effektengeschäft alleine auf Veranlassung des Investors. Der Anbieter des Finanzinstruments kann u.E. schon begrifflich kein Angebot unterbreiten.⁶⁵

e. Territorialer Anwendungsbereich

Was den territorialen Geltungsbereich betrifft, wird die Prospektpflicht in Bezug auf öffentliche Angebote gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG nur dann ausgelöst, wenn das öffentliche Angebot *in der Schweiz* lanciert wird.

Folglich untersteht die Unterbreitung eines öffentlichen Angebots eines (Schweizer) Anbieters im Ausland nicht den Prospektregeln des FIDLEG. Die Lancierung eines öffentlichen Angebots von Effekten in der Schweiz durch einen ausländischen Emittenten löst hingegen grundsätzlich eine Prospektpflicht aus, sofern das Angebot nicht für eine der verfügbaren Ausnahmen qualifiziert.

Bei Kommunikation über das Internet, bei welchem verhindert werden soll, dass ein Angebot in der Schweiz und damit die Prospektpflicht ausgelöst wird, gilt es, besondere Vorsicht walten zu lassen. Gemäss Erläuterndem Bericht FIDLEV sind hierzu die Prinzipien der FINMA zum Vertrieb via Internet einschlägig, insbesondere das FINMA Rundschreiben 2013/9 (Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen). Demnach ist gemäss Erläuternder Bericht FIDLEV anzunehmen, «dass sich eine Website an Anlegerinnen und Anleger in der Schweiz richtet, wenn Indizien in ihrer Gesamtwirkung einen Bezug zur Schweiz herstellen. Bei der Würdigung der Gesamtwirkung sind insbesondere folgende Indizien zu berücksichtigen: (i) die Website richtet sich an Kundinnen und Kunden mit Schweizer Wohnsitz; (ii) es werden Kontaktadressen in der Schweiz angegeben; (iii) die angegebenen Beträge lauten auf Schweizer Franken; (iv) es werden Verweise auf andere Websites oder auf sonstige Medien mit Bezug zur Schweiz gemacht; (v) es wird eine Landessprache verwendet (nur kumulativ zu anderen Indizien).»⁶⁶

1.2 Zulassung zum Handel als Auslöser der Prospektpflicht

In Anlehnung an die europäische Prospektregelung⁶⁷ löst die *Zulassung von Effekten zum Handel* (und nicht bloss die Kotierung) an einem schweizerischen Handelsplatz (d.h. eine Börse oder ein multilateraler Handelsplatz gemäss Art. 26 lit. a FinfraG) ebenfalls eine Prospektpflicht aus⁶⁸, vorausgesetzt, dass die Handelszulassung nicht für eine der verfügbaren Ausnahmen in Art. 38 FIDLEG qualifiziert. Daraus folgt, dass auch *secondary admissions to trading* in der Schweiz eine gesetzliche Prospektpflicht nach sich ziehen (bislang war dies nur aufgrund und im Umfang der betreffenden Börsen(selbst-)regulierung notwendig). Die Prospektpflicht für die Handelszulassung und die Ausnahmen davon sind ausschliesslich im FIDLEG geregelt. Den Schweizer Handelsplätzen wird jedoch weiterhin die Regelung überlassen, welche Emittenten sie zulassen, welche Anforderungen sie an die Effekten stellen oder wie sie ihren Handel organisieren (vgl. Art. 28, 35 und 36 FinfraG), wobei der Gesetzgeber darauf verzichtet hat, die Schnittstelle zu Art. 35 ff. FIDLEG in der E-FIDLEV zu definieren.

⁶⁴ Vgl. dazu auch Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 21.

⁶⁵ Gl.M. SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 3. Die Situation kann sich anders gestalten bei sog. *reverse enquiries*, welche zwar ebenfalls vom Investor ausgehen, dieser aber aktiv wird, weil er von einem nicht öffentlichen Angebot erfahren hat (siehe dazu auch FN 57).

⁶⁶ Vgl. Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 21.

⁶⁷ Siehe Art. 3 Abs. 3 ProspektRL und Art. 3 Abs. 3 ProspektVO.

⁶⁸ Art. 35 Abs. 1 FIDLEG.

Unseres Erachtens sind die Bestimmungen des FIDLEG als Minimalanforderungen zu interpretieren, welche die Handelsplätze im Rahmen der Selbstregulierung aber erweitern dürften.⁶⁹

Eine interessante Frage ist, was zu gelten hat, wenn Effekten kotiert, aber nicht zum Handel zugelassen werden sollen. Das mag zwar kontraintuitiv klingen, es finden sich im Ausland aber Beispiele, bei denen Handelsplätze Gesellschaften ermöglichen, ihre Aktien zu kotieren, aber nicht zum Handel zuzulassen (sog. *listing without trading*). Hintergrund ist, dass die Unternehmen so auf die «official list» kommen und in verschiedener Weise davon profitieren (z.B. erhöhte Visibilität, Kommunikation von indikativen Preisen) können, gleichzeitig aber nicht der EU-Prospektrichtlinie bzw. EU-Prospektverordnung und den weiteren Richtlinien wie z.B. Marktmissbrauchsrichtlinie und Transparenzrichtlinie unterstehen.⁷⁰ In der Schweiz müsste dies u.E. auch möglich sein (wobei unseres Wissens die Möglichkeit einer Kotierung ohne Handelszulassung bislang nicht besteht, sondern nur der umgekehrte Fall). Allerdings gilt es zu bedenken, dass der Begriff der Kotierung in Art. 2 lit. f FinfraG definiert ist und gemäss dieser Definition die Kotierung letztlich gleichbedeutend ist mit der Zulassung zum Handel. Trotzdem müsste es u.E. für eine Börse möglich sein, einen Kotierungsstatus zu schaffen, welcher die Handelszulassung nicht umfasst und somit eine solche «Kotierung light» auch nicht zur Prospektspflicht gemäss FIDLEG führen würde. Dies muss insbesondere gelten, weil das FIDLEG explizit an der Zulassung zum Handel und nicht an die Kotierung anknüpft.

2. Prospektfreie Platzierung

Das FIDLEG sieht angesichts des weit angelegten Begriffs der Effekte und des öffentlichen Angebots eine Reihe von Ausnahmen von der Prospektspflicht vor, die weitgehend der EU-Prospektrichtlinie und der EU-Prospektverordnung sowie den bestehenden Vorschriften der SIX Swiss Exchange AG nachgebildet sind⁷¹ (teilweise aber liberalere Regeln als in der EU vorsehen). Dabei wird zwischen Ausnahmen nach der Art des Angebots (Art. 36 FIDLEG), nach der Art der Effekten (Art. 37 FIDLEG) und für die Zulassung zum Handel (Art. 38 FIDLEG) differenziert.

2.1 Ausnahmen nach der Art des Angebots

Die Ausnahmen nach der Art des Angebots (Art. 36 FIDLEG) bestehen namentlich, sofern sich das öffentliche Angebot

- ausschliesslich an Anleger und Anlegerinnen richtet, welche als *professionelle Kunden* gemäss Art. 4 Abs. 3 FIDLEG gelten, wie etwa Finanzintermediäre nach dem Bankengesetz, dem Finanzinstitutsgesetz und dem KAG, Versicherungen, Vorsorgeeinrichtungen mit professioneller Tresorerie, ausländische Kunden, die einer prudentiellen Aufsicht unterstehen, Unternehmen mit professioneller Tresorerie, grosse Unternehmen und gewisse Anlagestrukturen von vermögenden Privatpersonen (lit. a) oder
- an weniger *als 500 Anleger* richtet (lit. b). Diese Ausnahme entspricht der sogenannten Privatplatzierungsausnahme gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. b ProspektRL bzw. Art. 1 Abs. 4 lit. b ProspektVO. Allerdings beträgt der Schwellenwert in der Schweiz 500 und nicht 150 wie in der EU gemäss der EU-Prospektverordnung. Der Schwellenwert wurde im letzten Moment im Rahmen des politischen Prozesses von 150 auf 500 angehoben.⁷² Es fragt sich allerdings, ob der Schwellenwert nicht zu hoch angesetzt worden ist. Faktisch werden damit die allermeisten Angebote im Schweizer Kapitalmarkt prospektfrei erfolgen können, falls man nicht gleichzeitig einen Prospekt benötigt aufgrund der Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz (wie etwa im Rahmen eines IPO). Dabei ist klarzustellen, dass es u.E. nicht die Meinung sein kann, dass man ein öffentliches Angebot lanciert und dann einfach nicht mehr als 499 Investoren akzeptiert. Das Angebot muss – wie bereits aus dem Wortlaut «sich an weniger als 500 Anleger *richtet*» hervorgeht – an eine vorselektierte Anzahl Investoren gerichtet sein und diese Vorselektion darf nicht mehr als 499 Investoren umfassen.⁷³ Aus Sicht des Gesetzgebers ist in beiden obengenannten Fällen eine Prospektspflicht aus Anlegerschutzgründen nicht gerechtfertigt, da sich das Angebot jeweils an erfahrene Anleger richtet bzw. in der Regel eine nahe Beziehung zwischen Emittent und Anleger existiert und eine geringe Auswirkung auf den Kapitalmarkt hat.⁷⁴ Wiederum fragt sich hier, ob diese Aussagen in Bezug auf die «500-Anleger»-Ausnahme zutreffend sind. Eine nahe Beziehung zwischen

⁶⁹ Gl.M. BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 89.

⁷⁰ Vgl. dazu etwa die Luxembourg Stock Exchange, welche in der Official List eine spezielle Kategorie «Securities Official List» geschaffen hat. Diese Liste umfasst Unternehmen, deren Aktien kotiert aber nicht zum Handel zugelassen sind (vgl. <https://www.bourse.lu/luxse-sol>, zuletzt besucht am 4. Juni 2019).

⁷¹ CHRISTIAN REHM/RENÉ BÖSCH, The Proposed New Swiss Prospectus Regime – An Interim Report, CapLaw 2017/1, 2–10, 6; BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 89.

⁷² Vgl. zum politischen Prozess SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), m.w.H.

⁷³ In der Realität werden solche vorselektionierte Listen aber wohl kaum je so viele Anleger umfassen. 100–150 vorselektionierte Anleger decken zumindest in der Schweiz wohl einen Grossteil des relevanten Investorenuniversums ab; zumal professionelle Anleger für die Berechnung der Anzahl nicht mitberücksichtigt werden müssen.

⁷⁴ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8971; Erläuternder Bericht FIDLEG (FN 26), 36.

Emittenten und Anleger wird bei dieser grossen Anzahl Investoren nicht bestehen (und dies ist ja auch keine Voraussetzung) und selbstverständlich kann es auch zu erheblichen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt kommen. Man könnte mit einer solchen Anzahl Investoren wohl sogar einen IPO bestreiten.⁷⁵

Weitere Ausnahmetatbestände sind vorgesehen für öffentliche Angebote mit einem Mindestkaufvolumen von CHF 100'000 pro Anleger (lit. c)⁷⁶ sowie öffentliche Angebote, bei denen die Effekten eine Mindeststückelung von CHF 100'000 aufweisen (lit. d)⁷⁷. In diesen Fällen erscheint die Erstellung eines Prospekts aus Sicht des Kundenschutzes unverhältnismässig da die Anleger von ihrer wirtschaftlichen Möglichkeit her offensichtlich keines besonderen Schutzes bedürfen.⁷⁸ Eine weitere Ausnahme besteht für betragsmässig kleine Angebote, bei denen der Gesamtwert der angebotenen Effekten über einen Zeitraum von 12 Monaten hinweg nicht mehr als CHF 8 Millionen beträgt (lit. e)⁷⁹. In diesen Fällen fehlt das Potenzial für grosse Anlegerschäden und es ist von einer geringen Auswirkung auf den Kapitalmarkt auszugehen.⁸⁰

Konzeptionell sind die im FIDLEG enthaltenen Ausnahmen nach der Art des Angebots somit im Wesentlichen der europäischen Prospektregelung nachgebildet, bis auf die unterschiedliche Höhe gewisser massgeblichen Schwellenwerte.⁸¹ Um in Zukunft dynamisch auf internationale Entwicklungen reagieren und das schweizerische Prospektrecht entsprechend an das internationale Umfeld anpassen zu können, wurde als gesetzgeberisches Novum die Ermächtigung des Bundesrates eingeführt, die verschiedenen Schwellenwerte künftig unter Berücksichtigung anerkannter internationaler Standards und der ausländischen Rechtsentwicklung anpassen.⁸²

Das FIDLEG stellt klar, dass grundsätzlich jede Weiterveräußerung von Effekten im Rahmen eines öffentlichen Angebots eine Prospektspflicht auslöst, auch wenn ein vorangehendes Angebot unter einen Ausnahmebestand von der Prospektspflicht fiel (Art. 36 Abs. 2 FIDLEG). Von der Erstellung eines neuen Prospekts kann jedoch abgesehen werden, wenn bereits emittierte Effekten durch einen Finanzdienstleister weiterveräußert werden und noch ein gültiger Prospekt für diese Effekten vorliegt, zu dessen Verwendung der Emittent oder die für den Prospekt verantwortliche Person schriftlich zugestimmt hat (Art. 36 Abs. 4 FIDLEG i.V.m. Art. 45 E-FIDLEV). Aus Sicht des Gesetzgebers ist diese Ausnahme insofern gerechtfertigt, als die Information über den Emittenten bzw. die Effekten bereits vorhanden und somit der Anlegerschutz gewährleistet ist.⁸³

2.2 Ausnahmen nach der Art der Effekten

Die Prospektspflicht entfällt gemäss Art. 37 Abs. 1 FIDLEG bei öffentlichen Angeboten bestimmter Arten von Effekten. Nach Ansicht des Gesetzgebers sind diese Ausnahmen gerechtfertigt, weil aufgrund der Art der Effekten bzw. der Art der Transaktion bereits eine gleichwertige alternative Informationsquelle für den Anleger existiert oder wie beim Fall der Zentralbanken bereits aufgrund der Art des Emittenten der nötige Kundenschutz gewährleistet ist.⁸⁴ Bei der Schaffung dieses Ausnahmekatalogs hat sich der Gesetzgeber ebenfalls im Wesentlichen an der europäischen Prospektregelung orientiert und ausserdem die massgeblichen, bereits heute verfügbaren Ausnahmen des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange AG ins FIDLEG überführt.⁸⁵ Ausgenommen von der Prospektspflicht sind demnach unter anderem:

- Beteiligungspapiere, die *ausserhalb einer Kapitalerhöhung im Tausch* gegen bereits ausgegebene Beteiligungspapiere derselben Gattung ausgegeben wurden (lit. a) wie z.B. im Falle eines Umtauschs von Inhaber- in Namenaktien, Aktiensplits oder der Schaffung von Einheitsaktien;
- Beteiligungspapiere, die bei der *Umwandlung oder beim Tausch* von Finanzinstrumenten desselben Emittenten oder derselben Unternehmensgruppe ausgegeben oder geliefert werden (lit. b);
- Beteiligungspapiere, die infolge der *Ausübung eines mit Finanzinstrumenten* desselben Emittenten oder derselben Unternehmensgruppe *verbundenen Rechts* ausgegeben oder geliefert werden (lit. c) wie z.B. unter Wandel- und Optionsanleihen und ähnlichen

⁷⁵ Wobei beim Beispiel des IPO sowieso ein Prospekt zu erstellen ist, weil ja auch die Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz beantragt wird.

⁷⁶ Diese Regelung entspricht ihrem europäischen Gegenstück, welche ebenfalls einen Freibetrag von EUR 100'000 pro Anleger vorsieht (siehe Art. 1 Abs. 4 lit. d ProspektVO).

⁷⁷ Auch diese Bestimmung orientiert sich an der EU-Prospektrichtlinie bzw. der EU-Prospektverordnung, gemäss welcher öffentliche Angebote von Wertpapieren mit einer Mindeststückelung von EUR 100'000 nicht prospektpflichtig sind (siehe Art. 1 Abs. 4 lit. c ProspektVO).

⁷⁸ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8971; Erläuternder Bericht FIDLEG (FN 26), 36.

⁷⁹ Vgl. Art. 3 Abs. 2 lit. b ProspektVO, welcher den Mitgliedstaaten erlaubt, öffentliche Angebote von Wertpapieren von der Prospektspflicht auszunehmen, sofern der Gesamtwert eines solchen Angebots in der Union über einen Zeitraum von 12 Monaten EUR 8'000'000 nicht überschreitet.

⁸⁰ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8971; Erläuternder Bericht FIDLEG (FN 26), 36.

⁸¹ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8972; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Überblick (FN 17), 341.

⁸² Art. 36 Abs. 5 FIDLEG; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8972; BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 89.

⁸³ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8972.

⁸⁴ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8972 f.; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 6.

⁸⁵ SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 5; vgl. Art. 33 Abs. 2 Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange AG (KR); Art. 4 Abs. 1 ProspektRL und Art. 1 Abs. 4 ProspektVO.

Finanzinstrumenten gewandelte Beteiligungsrechte oder der Ausübung von Bezugsrechten;

- Effekten, die bei Übernahmen oder anlässlich einer *Fusion, Spaltung, Umwandlung oder Vermögensübertragung* angeboten oder zugeteilt werden (lit. d und e), sofern Angaben vorliegen, die inhaltlich einem Prospekt gleichwertig sind, wobei die Prüfstelle zum Zwecke der Vorabklärung der Gleichwertigkeit angefragt werden kann (Art. 46 Abs. 2 E-FIDLEV);⁸⁶
- Beteiligungspapieren, die als *Sachdividenden* ausgeschüttet werden, sofern Angaben über die Anzahl und Art der Beteiligungspapiere sowie die Gründe und Einzelheiten zum Angebot vorliegen (lit. f);
- Effekten, die im Rahmen von *Mitarbeiterbeteiligungsplänen* ausgegeben oder zugeteilt werden (lit. g).

Ferner entfällt die Prospektspflicht bei öffentlichen Angeboten von Effekten von Bund, Kantonen oder Zentralbanken (lit. h). Weitere Ausnahmen sind in Art. 37 lit. i–l FIDLEG vorgesehen.

Die Verankerung des Ausnahmekatalogs nach Art der Effekte auf Gesetzesstufe führt zu einer gewissen Starrheit der Regelung.⁸⁷ Um flexibel auf zukünftige Entwicklungen reagieren zu können, kann der Bundesrat analog zur Regelung von Art. 36 Abs. 5 FIDLEG unter Berücksichtigung anerkannter internationaler Standards und der ausländischen Rechtsentwicklung weitere Ausnahmen nach der Art der Effekte vorsehen.⁸⁸

2.3 Ausnahmen im Zusammenhang mit der Zulassung zum Handel

Wie im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens gefordert, wurden in das FIDLEG nun auch explizit Ausnahmen im Zusammenhang mit der Handelszulassung von Effekten an einem Handelsplatz aufgenommen, die sich – wie auch die übrigen Ausnahmen – grösstenteils an der vergleichbaren europäischen Prospektregelung orientieren⁸⁹. Zudem wurde auch den nach geltendem Recht und den Regularien der SIX Swiss Exchange AG bestehenden Ausnahmen Rechnung getragen.⁹⁰ Insbesondere löst gemäss Art. 38 Abs. 1 FIDLEG die Zulassung zum Handel folgender Effekten keine Prospektspflicht aus:

- Beteiligungspapiere, die über einen Zeitraum von 12 Monaten insgesamt *weniger als 20 %* der Zahl der Beteiligungspapiere derselben Gattung ausmachen, die bereits an demselben Handelsplatz zum Handel zugelassen sind (lit. a)⁹¹;

- Beteiligungspapiere, die bei der *Umwandlung oder beim Tausch* von Finanzinstrumenten oder infolge der *Ausübung* von mit Finanzinstrumenten verbundenen Rechten ausgegeben oder geliefert werden (lit. b). Diese Ausnahme für die Zulassung zum Handel wurde analog zu den entsprechenden Ausnahmen nach Art der Effekte aufgeführt und bezweckt, dass diese Beteiligungspapiere sowohl prospektfrei angeboten bzw. platziert und anschliessend prospektfrei zum Handel zugelassen werden können⁹²;
- Effekten, die an einem *anerkannten ausländischen Handelsplatz*⁹³ zum Handel zugelassen sind (lit. c) sowie an einem *Schweizer Handelsplatz* zugelassene Effekten (Art. 47 E-FIDLEV). Diese Ausnahme bezweckt die Ermöglichung einer prospektfreien Zweitkotierung oder etwa die Handelszulassung in den Handelssegmenten «Sponsored Segments» der SIX Swiss Exchange AG⁹⁴, zumal der der Prospektspflicht zugrundeliegende Schutz- und Transparenzgedanke für diese Situationen keinen neuen Prospekt erfordert⁹⁵; und
- Effekten, für die die Zulassung für ein nur *professionellen Anlegern* offenstehendes Handelssegment beantragt wird (lit. d).

Zusätzlich zu den in Art. 38 Abs. 1 FIDLEG genannten wesentlichen Ausnahmen, gelten die Ausnahmen nach Art des Angebots und nach Art der Effekten grundsätzlich sinngemäss auch bei der Zulassung zum Handel (Art. 38 Abs. 2 FIDLEG). Da aber gewisse Ausnahmen von der Pflicht zur Erstellung eines Prospektes nach Art des Angebots bzw. nach Art der Effekten bei der Zulassung zum Handel nicht relevant oder sinnvoll sind, hat der Gesetzgeber die für die Handelszulassung relevanten Ausnahmen auf Verordnungsstufe präzisiert.⁹⁶ So sieht Art. 49 E-FIDLEV vor, dass sich der Verweis in Art. 38 Abs. 2 FIDLEG lediglich auf gewisse Ausnahmen nach der Art der Effekten (Art. 37 FIDLEG) und eben nicht auf die Ausnahmen nach Art des Angebots (Art. 36 FIDLEG) bezieht, zumal letztere sofern sinnvoll bereits entsprechend in Art. 38 FIDLEG aufgenommen sind⁹⁷

einen Schwellenwert von 10 % vor. Im Rahmen des Differenzbereinigungsverfahrens wurde der Schwellenwert auf 20 % erhöht und entspricht nun der europäischen Regelung (Art. 1 Abs. 5 lit. a ProspektVO).

⁸⁶ Ein gemäss der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung) erstellter Prospekt dürfte wohl als gleichwertig eingestuft werden.

⁸⁷ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 18.

⁸⁸ Art. 37 Abs. 2 FIDLEG.

⁸⁹ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8973.

⁹⁰ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8973.

⁹¹ In Übereinstimmung mit Art. 4 Abs. 2 lit. a ProspektRL und Art. 33 Ziff. 2 lit. a KR sah der ursprüngliche Entwurf des FIDLEG

⁹² SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 6 f.; Durch diese Regelung wird in Übereinstimmung mit Art. 4 Abs. 2 lit. g ProspektRL und Art. 33 Ziff. 2 lit. c KR sichergestellt, dass die Umwandlung von Wandelanleihen oder Pflichtwandelanleihen in Beteiligungspapiere nicht erschwert wird, wenn diese Gattung von Beteiligungspapieren bereits zum Handel zugelassen ist.

⁹³ Kriterien für die Anerkennung eines ausländischen Handelsplatzes sind dessen Regulierung, Aufsicht und Transparenz (Art. 38 Abs. 1 lit. c FIDLEG i.V.m. Art. 48 Abs. 1 E-FIDLEV).

⁹⁴ SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 7; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8973.

⁹⁵ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 38.

⁹⁶ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 39.

⁹⁷ Siehe Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 39 wonach Art. 36 Abs. 1 lit. e FIDLEG analog in Art. 38 Abs. 1 lit. d FIDLEG und

oder für eine Ausdehnung auf die Zulassung zum Handel ungeeignet sind.^{98, 99} So sollen beispielsweise unter einem Mitarbeiterbeteiligungsplan einer kotierten Gesellschaft ausgegebene Aktien nicht nur prospektfrei ausgegeben werden können, sondern anschliessend auch prospektfrei zum Handel zugelassen werden können.¹⁰⁰ Es ist u.E. auch sinnvoll, dass Sachdividenden einer kotierten Gesellschaft nicht nur betreffend Ausschüttung bzw. Zuteilung von Aktien von der Prospektspflicht ausgenommen sein sollen, sondern auch bei der nachfolgenden Handelszulassung.¹⁰¹ Bei diesen für die Handelszulassung gemäss Art. 38 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 49 E-FIDLEV sinngemäss anwendbaren Ausnahmen sollte es sich u.E. analog zur heutigen Praxis der SIX Exchange Regulation AG um eigenständige Ausnahmen handeln, d.h. sie können von Emittenten grundsätzlich zusätzlich zur 20 %-Regel gemäss Art. 38 Abs. 1 lit. a FIDLEG in Anspruch genommen werden. Beabsichtigt also z.B. eine Emittentin Aktien an einem Schweizer Handelsplatz zum Handel zuzulassen und dafür die 20 %-Freigrenze in Anspruch nehmen zu wollen, müssen u.E. die unter einer anderen Ausnahme in den letzten 12 Monaten prospektfrei zum Handel zugelassenen Aktien von der Freigrenze nicht in Abzug gebracht werden.

Zudem gilt zu beachten, dass bei der Handelszulassung von Effekten an einem Schweizer Handelsplatz kein Prospekt erforderlich ist, wenn die Effekten bereits an einem anderen Schweizer Handelsplatz zum Handel zugelassen sind (Art. 47 E-FIDLEV). Als Grund für diese Ausnahme führt der Gesetzgeber auf, dass die diese Situation aus Anlegerschutz- und Transparenzgründen keine Prospektspflicht erfordert¹⁰², zumal die Informationen dem Markt ja bereits zugänglich sind.

Art. 36 Abs. 1 lit. e FIDLEG bereits in Art. 38 Abs. 1 lit. a FIDLEG aufgenommen ist.

⁹⁸ Siehe Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 39, welcher vorsieht, dass Effekten, die im Rahmen eines an einen begrenzten Personenkreis gerichteten Angebots im Sinne von Art. 36 Abs. 1 lit. b FIDLEG, platziert wurden, anschliessend nicht prospektfrei kotiert bzw. zum Handel zugelassen werden können sollten, da durch die Kotierung bzw. Handelszulassung eine unbeschränkte Anzahl Personen die Effekten am Handelsplatz erwerben kann.

⁹⁹ Es ist gesetzgebungstechnisch allerdings fraglich, ob der Verordnungsgeber das Gesetz in dieser einschränkenden Art und Weise wirklich anpassen kann, zumal es sich u.E. bei Art. 49 E-FIDLEV aufgrund fehlender Gesetzesdelegation um eine Vollziehungsverordnung handelt, welche die Rechte der Betroffenen nicht einschränken darf (ULRICH HÄFELIN/GEORG MÜLLER/FELIX UHLMANN, Allgemeines Verwaltungsrecht, 7. A., Dike Verlag, Zürich/St. Gallen 2016, Rz. 96, 99 und 368). Im vorliegenden Fall ist wohl am ehesten das Wort *sinngemäss* in Art. 38 Abs. 2 FIDLEG möglichst kreativ auszulegen.

¹⁰⁰ Vgl. auch Art. 33 Ziff. 2 lit. g KR und Art. 1 Abs. 5 lit. h ProspektVO.

¹⁰¹ Vgl. auch Art. 33 Ziff. 2 lit. f KR und Art. 1 Abs. 5 lit. g ProspektVO.

¹⁰² Siehe Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 38.

2.4 Verhältnis der Ausnahmen untereinander

Weder das FIDLEG noch die E-FIDLEV enthalten eine explizite Regelung in Bezug auf das Verhältnis der Ausnahmen nach Art des Angebots und der Effekten. Die verschiedenen Ausnahmen sollten u.E. analog zur europäischen Prospektregelung¹⁰³ grundsätzlich nebeneinander anwendbar sein; d.h. es sollte beispielsweise möglich sein, gleichzeitig ein öffentliches Angebot an eine unbestimmte Anzahl professioneller Kunden und weniger als 500 Privatanleger zu machen.¹⁰⁴

In Bezug auf die 20 %-Freigrenze gilt es hervorzuheben, dass diese – wie bereits oben in Ziffer II.2.3 dargelegt – u.E. in Einklang mit der heutigen Praxis der SIX Exchange Regulation AG unabhängig von anderen Ausnahmen bei der Zulassung zum Handel zur Anwendung gelangt. Werden etwa Aktien im Rahmen einer gemäss Art. 38 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 49 E-FIDLEV sinngemäss anwendbaren Ausnahme prospektfrei zum Handel zugelassen, sind solche Aktien nicht gegen die 20 % Freigrenze gemäss Art. 38 Abs. 1 lit. a FIDLEG zu rechnen. Für Emittenten empfiehlt es sich daher *pro futuro* haushälterisch mit der 20 %-Ausnahme umzugehen und nach Möglichkeit jeweils andere Ausnahmen bei der Handelszulassung in Anspruch zu nehmen, um sich die Flexibilität unter der 20 %-Ausnahme zu bewahren.

3. Informationen ausserhalb der Prospektspflicht

Eine weitere Neuheit stellt Art. 39 FIDLEG dar, welcher vorschreibt, dass bei fehlender Prospektspflicht alle Anleger in Bezug auf die Bekanntmachung wesentlicher Informationen zu einem öffentlichen Angebot gleich zu behandeln sind. Diese Pflicht zur Gleichbehandlung der Anleger greift somit bei einem öffentlichen Angebot, welches von einer Ausnahme von der Prospektspflicht profitiert. Wie oben bereits angedeutet¹⁰⁵, besteht somit u.E. eine solche Gleichbehandlungspflicht bei nicht-öffentlichen Angeboten nicht, da diesfalls ja keine Angaben zu einem öffentlichen Angebot gemacht werden, sondern sich die Angaben grundsätzlich auf ein nicht-öffentliches Angebot beziehen.¹⁰⁶

¹⁰³ Siehe Erwägung 20 der ProspektVO; Art. 1 Abs. 6 ProspektVO.

¹⁰⁴ G.L.M. REHM/WERLEN (FN 9), 77; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Ausnahmen (FN 29), 7.

¹⁰⁵ Siehe oben Ziffer II.1.1c *in fine*.

¹⁰⁶ Wobei u.U. natürlich die aktienrechtliche Gleichbehandlungspflicht in Bezug auf die Aktionäre gleichwohl zur Anwendung gelangen kann.

III. Anforderungen an den Prospekt: Prospektinhalt und Form

Das FIDLEG ist als Rahmengesetz ausgestaltet und regelt neu auf Gesetzesstufe die Grundzüge der Prospektanforderungen, welche es dem Anleger ermöglichen sollen, einen fundierten Investitionsentscheid in voller Kenntnis der Sachlage und der Anlagerisiken zu fällen.¹⁰⁷ Die konkrete Ausgestaltung und der Inhalt des Prospekts werden vom Bundesrat in der Finanzdienstleistungsverordnung geregelt (Art. 46 FIDLEG).

1. Inhalt des Prospekts

In inhaltlicher Hinsicht orientiert sich das neue Prospektrecht im Wesentlichen an den aktuellen Regularien bzw. Prospektschemata der SIX Swiss Exchange AG, welche materiell weitgehend den internationalen Standards der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) und den Anforderungen der EU entsprechen.¹⁰⁸ Dieser Ansatz ist unseres Erachtens zu begrüßen, zumal sich die gegenwärtigen Prospektschemata in der Praxis bewährt haben und sie den Besonderheiten bzw. Eigenschaften der jeweiligen Effektenarten Rechnung tragen.¹⁰⁹

Art. 40 Abs. 1 FIDLEG statuiert den bereits geltenden Grundsatz, dass der Prospekt *sämtliche für einen Investitionsentscheid der Anleger wesentlichen Angaben* enthält, namentlich Angaben zum Emittenten und dem Garantie- und Sicherheitengeber, zu den Effekten und zum Angebot enthalten muss. Während in Art. 40 Abs. 1 FIDLEG lediglich die Grundzüge des Mindestinhalts des Prospekts mittels einer nicht abschliessenden Aufzählung der im Prospekt offenzulegenden wesentlichen Mindestangaben geregelt werden, enthält der Entwurf der Finanzdienstleistungsverordnung detaillierte Bestimmungen zu den konkreten Mindestangaben in seinen Anhängen 1–5 (Beteiligungspapiere; Forderungspapiere; Derivate; Immobiliengesellschaften; Investmentgesellschaften). Entsprechend gibt es in Bezug auf die inhaltlichen Anforderungen an einen Prospekt keine fundamentalen Änderungen.

Hinsichtlich der *wesentlichen Informationen zum Emittenten* sowie einem allfälligen Garantie- und Sicherheitengeber müssen neben Informationen über die Organe und die letzte Halbjahres- oder Jahresrechnung (oder bei Nichtvorliegen einer solchen über die Vermögenswerte

und Verbindlichkeiten) neuerdings auch ausdrücklich Angaben über die Geschäftslage sowie wesentliche Perspektiven, Risiken und Streitigkeiten im Prospekt aufgeführt werden (Art. 40 Abs. 1 lit. a FIDLEG). In der Praxis werden die Informationen über die Geschäftslage typischerweise im Kapitel *«Management Discussion and Analysis»* dargelegt.¹¹⁰

Unter den Begriff wesentliche Perspektiven fallen unseres Erachtens Angaben zum Forschungs- und Entwicklungsstand und den diesbezüglichen Aussichten, zu den Marktaussichten in den relevanten Geschäftsbereichen und der Strategie, d.h. Informationen über die finanziellen Ziele oder Gewinnprognosen eines Emittenten müssen u.E. nicht im Prospekt offengelegt werden. Der Emittent oder Anbieter ist somit weiterhin nicht verpflichtet (aber berechtigt), sog. *guidance* im Prospekt aufzunehmen.

Zu den wesentlichen Risiken zählen u.a. allfällige Abhängigkeiten von Patenten und Lizenzen oder bevorstehende Änderungen im regulatorischen Umfeld und unter wesentliche Streitigkeiten fallen bevorstehende oder laufende Zivil-, Straf-, Schieds- oder Verwaltungsverfahren.¹¹¹

Die im Prospekt offenzulegenden *Informationen zu den Effekten* umfassen insbesondere die damit verbundenen Rechte, Pflichten und Risiken für die Anleger (Art. 40 Abs. 1 lit. b FIDLEG). Die wesentlichen *Angaben in Bezug auf das Angebot* beinhalten namentlich die Platzierungsart und den geschätzten Nettoerlös der Emission (Art. 40 Abs. 1 lit. c FIDLEG). Zusätzlich zu diesen Angaben müssen im Prospekt die in den entsprechenden Anhängen 1–5 des E-FIDLEV aufgeführten Mindestangaben zu den relevanten Effekten und zum Angebot offengelegt werden¹¹², sofern die Prüfstelle keine einzelfallbezogene Ausnahme zur Abweichung von den Anforderungen nach den in Anhängen 1–5 des E-FIDLEV enthaltenen Schema gemäss Art. 41 FIDLEG i.V.m. Art. 52 Abs. 1 E-FIDLEV gewährt. Die zuständige Prüfstelle hat somit ein (technisches) Ermessen bei der Gewährung von Ausnahmen von der inhaltlichen Ausgestaltung eines Prospekts, sofern gewisse Voraussetzungen vorliegen oder die Interessen der Anleger gewahrt bleiben. Folglich lässt das neue Prospektregime Raum für adäquate, marktorientierte, einzelfallbezogene Lösungen.¹¹³

Im Gegensatz zu den inhaltlichen Anforderungen unter geltendem Prospektrecht muss ein Prospekt künftig keinen Aufschluss mehr über den Inhalt der bestehenden

¹⁰⁷ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8974; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 39.

¹⁰⁸ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 39; BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 90.

¹⁰⁹ Gl. M. BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 91; TIFFANY ENDER, Effekten mit einem rechtlichen und einem wirtschaftlichen Emittenten, Zürcher Studien zum Privatrecht Band/Nr. 274, Zürich 2016, Rz. 473; vgl. auch EGGEN, Produktregulierung (FN 6), 191.

¹¹⁰ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 23.

¹¹¹ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8974; BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 91.

¹¹² Art. 46 lit. c FIDLEG i.V.m. Art. 50 FIDLEV.

¹¹³ SABIR SHEIKH/PETER PROBST, The New Reviewing Body, CapLaw 2018/57.

Eintragung im Handelsregister und die in den letzten 5 Jahren oder seit der Gründung des Emittenten ausgerichteten Dividenden geben. In Bezug auf das Erfordernis, einen statutarischen Einzelabschluss des Emittenten für das letzte Geschäftsjahr offenzulegen, besagen die Anhänge des E-FIDLEV, dass die Offenlegung notwendig ist, soweit diese für die Gewinnausschüttung oder andere Rechte der Inhaber der betreffenden Finanzinstrumente von Bedeutung ist. Für Schweizer Emittenten bleibt u.E. das Erfordernis, einen Einzelabschluss offenzulegen, somit bestehen, da dieser für die Gewinnausschüttung, steuerliche Aspekte sowie Kapitalschutzvorschriften aus Sicht der Inhaber der Finanzinstrumente relevant ist. In Bezug auf ausländische Prospekte hält Art. 54 Abs. 1 lit. b FIDLEG jedoch fest, dass kein geprüfter Einzelabschluss notwendig ist.

Schliesslich sind den genehmigten Prospekten und Nachträgern aus Anlegerschutzgründen jeweils der Name der zuständigen Prüfstelle sowie das Datum der Genehmigung an einer gut visuellen Stelle anzubringen (Art. 59 Abs. 2 E-FIDLEV).

Ferner sollen kleine und mittlere Unternehmen sowie *Well-Known Seasoned Issuers (WKSIs)* zwecks verbessertem Zugang zum Schweizer Kapitalmarkt von erleichterten Prospektanforderungen profitieren können. Zulässige Erleichterungen sowie Kürzungsmöglichkeiten in Bezug auf den Prospektinhalt sollen in den Anhängen 1–5 des E-FIDLEV gekennzeichnet sein (Art. 57 E-FIDLEV), wobei die Kennzeichnung in der Vernehmlassungsvorlage verloren ging und noch nachgeholt werden sollte.¹¹⁴

2. Pricing Supplement

Um die nötige Flexibilität für eine marktnahe Zuteilung der Effekten zu ermöglichen, sieht Art. 40 Abs. 4 FIDLEG wie bis anhin die Möglichkeit vor, den endgültigen Emissionskurs und das Emissionsvolumen im Prospekt offenzulassen und diese erst nach Ablauf des Bookbuilding-Verfahrens bzw. Zuteilung der Effekten zu veröffentlichen (sog. *pricing supplement*). Um den Anlegern bei der Zeichnung der Aktien aber ein Mindestmass an Sicherheit hinsichtlich ihrer Anlage zu geben, muss der Prospekt den maximalen Emissionspreis nennen und die Kriterien aufzeigen, anhand derer das Emissionsvolumen festgelegt wird.¹¹⁵

3. Zusammenfassung des Prospekts

Als weitere wesentliche Neuerung muss der Prospekt künftig eine Zusammenfassung der wesentlichen An-

gaben enthalten, welche Investoren den Vergleich mit ähnlichen Effekten erleichtern kann.¹¹⁶ Die Zusammenfassung muss in verständlicher und tabellarischer Form erstellt werden und die wichtigsten Angaben für den Anlageentscheid der Investoren enthalten, namentlich zur Firma, Rechtsform und Sitz des Emittenten, zu den Effekten, zum Angebot und zur Zulassung zum Handel.¹¹⁷

Zudem muss die Zusammenfassung als solche gekennzeichnet und klar von den anderen Teilen des Prospekts abgegrenzt wird (z.B. durch Umrahmung der Zusammenfassung (*box*), wie dies bereits heute üblich ist) (Art. 54 Abs. 2 E-FIDLEV). Weiter muss deutlich hervorgehoben werden, dass die Zusammenfassung lediglich als Einleitung zum Prospekt fungiert und sich der Anlageentscheid eines Anlegers folglich nicht auf die Zusammenfassung, sondern vielmehr auf alle Angaben im Prospekt stützen darf (Art. 43 Abs. 2 FIDLEG).

4. Inhalt des Basisprospekts

Werden Forderungspapiere (d.h. Effekten, die nicht Beteiligungspapiere im Sinne von Art. 3 lit. a Ziffer. 1 FIDLEG sind) im Rahmen eines Emissionsprogramms dauernd oder wiederholt von Banken oder Wertpapierhäusern ausgegeben, kann die Prospektokumentation – in Anlehnung an die europäische Prospektregelung und die heute gültigen Regularien der SIX Swiss Exchange AG – in einem Basisprospekt erfolgen, der die endgültigen Bedingungen des einzelnen Angebots wie namentlich etwa die Währung, der Zins oder die Laufzeit noch nicht enthält (Art. 45 FIDLEG). Der Mindestinhalt des Basisprospekts richtet sich dabei ebenfalls nach den anwendbaren Schema gemäss den einschlägigen Anhängen des E-FIDLEV.¹¹⁸ Da im Zeitpunkt der Publikation des Basisprospekts die eine einzelnen Emission betreffenden konkreten Informationen zu den Effekten, zum Angebot oder zur Handelszulassung noch nicht vorliegen, müssen im Basisprospekt die folgenden *reduzierten Mindestinformationen* enthalten sein: eine Zusammenfassung mit den für einen Anlageentscheid wichtigen Angaben zur Firma, Rechtsform und Sitz des Emittenten sowie zu den Effekten, Grundinformationen zum Emittenten und zu den Effekten, sowie ein Muster für die endgültigen Bedingungen.¹¹⁹

Für jede einzelne Emission oder jede Handelszulassung von Effekten, die unter einem Basisprospekt emittiert werden, müssen *endgültige Bedingungen* (sog. *Final Terms*) erstellt werden¹²⁰, wobei sie im Unterschied zum

¹¹⁶ Art. 40 Abs. 3 FIDLEG und Art. 43 Abs. 1 FIDLEG.

¹¹⁷ Art. 40 Abs. 3 FIDLEG, Art. 46 lit. b FIDLEG i.V.m. Art. 54 E-FIDLEV.

¹¹⁸ Art. 45 Abs. 2 FIDLEG und Art. 55 E-FIDLEV.

¹¹⁹ Art. 45 Abs. 2 FIDLEG und Art. 55 E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 43.

¹²⁰ Art. 56 Abs. 1 E-FIDLEV.

¹¹⁴ Vgl. zu den Erleichterungen ausführlicher Ziffer III.6.

¹¹⁵ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8975.

Basisprospekt nur Angaben zu den Effekten enthalten und nicht der Ergänzung des Basisprospekts dienen sollen.¹²¹

Aus den oben genannten Gründen kann die *Zusammenfassung* im Basisprospekt die Angaben zu einer konkreten Emission noch nicht enthalten.¹²² In Anlehnung an die europäische Prospektregelung sind auch in der Schweiz die spezifischen Angaben in der Zusammenfassung zu den Effekten, zum Angebot oder zur Zulassung zum Handel für jede einzelne Emission nachzuliefern, indem sie entweder in den endgültigen Bedingungen aufgenommen oder diesen angefügt werden.¹²³

5. Form und Aufbau des Prospekts

Damit die Transparenz als Kernelement der Finanzmarktregulierung gewährleistet ist und dem Prospekt die gewünschte Aussagekraft zukommt¹²⁴, fordert der Gesetzgeber, dass der Prospekt in *leicht verständlicher Form* verfasst wird¹²⁵. Der Prospekt muss daher gemäss Art. 40 Abs. 2 FIDLEG in einer Amtssprache der Schweiz oder in Englisch verfasst werden.

Der Prospekt kann aus einem *einzigem Dokument* oder *mehreren Einzeldokumenten* bestehen, wobei aus Gründen der Übersichtlichkeit und Rechtssicherheit keine beliebige Aufteilung möglich ist.¹²⁶ Besteht ein Prospekt nicht aus einem einzigen Dokument, sieht Art. 44 FIDLEG einen *dreiteiligen Aufbau* vor, bestehend aus einem Registrierungsformular mit Angaben über dem Emittenten, einer Effektenbeschreibung und einer Zusammenfassung.

Neu wird zudem explizit die Zulässigkeit der Verweisung auf zuvor oder gleichzeitig veröffentlichte andere Dokumente (sog. *incorporation by reference*) gesetzlich verankert (Art. 42 FIDLEG), wobei solche Verweisungen in der Zusammenfassung nicht zulässig sind. Um die Vergleichbarkeit der Prospektinformationen von gleichartigen Effekten zu gewährleisten, präzisiert der Entwurf der Finanzdienstleistungsverordnung die geeigneten Dokumente, auf die verwiesen werden kann, wobei diese Liste nicht abschliessend ist.¹²⁷ Über die gegenwärtige Regelung der SIX Swiss Exchange AG hinausgehend können nicht nur periodisch vorzulegende Finanzinformationen (Zwischenabschlüsse und Berichte des Revisionsorgans), sondern auch Dokumente, die im Zuge einer bestimmten Transaktion erstellt wurden,

Statuten, Ad hoc-Mitteilungen oder ausländische Registrierungsdokumente und Jahresberichte, oder zu einem früheren Zeitpunkt von einer Prüfstelle genehmigte und veröffentlichte Prospekte sowie anerkannte ausländische Prospekte, einbezogen werden (Art. 46 lit. d FIDLEG i.V.m. Art. 53 E-FIDLEV). Die durch Verweis in den Prospekt miteinbezogenen Referenzdokumente müssen jedoch zuvor oder gleichzeitig veröffentlicht werden und leicht und kostenlos zugänglich sein (Art. 53 Abs. 2 E-FIDLEV). Verweise auf künftige Dokumente (sog. *forward incorporation*) sind nicht zulässig.¹²⁸

Schliesslich gilt hinsichtlich des *Formats* zu erwähnen, dass ein Prospekt sowohl in gedruckter als auch in elektronischer Form publiziert werden kann (z.B. auf der Website des Emittenten, des Garanten oder der Prüfstelle); im Falle einer Veröffentlichung in elektronischer Form müssen jedoch auf Anfrage kostenlose Papierversionen zur Verfügung gestellt werden (Art. 64 Abs. 3 und 4 FIDLEG). Folglich werden wohl auch künftig Papierversionen für die Roadshow vorliegen.

6. Erleichterungen bei der Prospekterstellung

Die bisherigen Ausführungen zur Prospekterstellung und zum Prospektinhalt verdeutlichen, dass die Erstellung eines Prospekts aufwändig und folglich mit erheblichen Kosten verbunden ist.¹²⁹ Ähnlich wie unter der europäischen Prospektregelung¹³⁰, kann der Bundesrat gemäss Art. 47 FIDLEG im Sinne einer Delegationsnorm gewisse Erleichterungen von der Prospektspflicht für kleinere und mittlere Unternehmen, die gewisse Schwellenwerte nicht überschreiten (Abs. 1), Small Caps (Abs. 2 lit. a), Bezugsrechtsemissionen (Abs. 2 lit. b) und Emittenten, die regelmässig im Kapitalmarkt auftreten und Effekten öffentlich anbieten oder deren Effekten bereits an einem Handelsplatz zugelassen sind und aufgrund ihrer Mindestkapitalisierung im Markt bereits bekannt sind (sog. *Well-Known Seasoned Issuers (WKSIs)*; Abs. 2 lit. c) vorsehen.

Bei den Erleichterungen geht es primär um Kürzungsmöglichkeiten in Bezug auf den Prospektinhalt für KMUs und WKSIs¹³¹, wobei davon auszugehen ist, dass insbesondere die WKSIs davon profitieren werden¹³². Unter KMUs werden Unternehmen verstanden, die im letzten Geschäftsjahr zwei der folgenden Grössen nicht überschritten haben: Bilanzsumme von 20 Mio. CHF,

¹²¹ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8977.

¹²² Vgl. Art. 55 Abs. 3 E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 42.

¹²³ Art. 56 Abs. 1 und Abs. 2 E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 42 f.

¹²⁴ EGGEN, Produktregulierung (FN 6), 190 und 416.

¹²⁵ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8974.

¹²⁶ Art. 44 FIDLEG; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8977.

¹²⁷ Art. 53 E-FIDLEV; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8976.

¹²⁸ REHM/BÖSCH (FN 71), 5.

¹²⁹ SCHLEIFFER/SCHÄRLI, Überblick (FN 17), 341.

¹³⁰ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8979; vgl. auch Art. 14 ProspektVO, wonach Emittenten, die mindestens während der letzten 18 Monate ununterbrochen an einem geregelten Markt oder an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren, einen vereinfachten Prospekt publizieren können.

¹³¹ Art. 57 E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 44.

¹³² Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 39 und 44 f.

Umsatzerlös von 40 Mio. CHF und 250 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt (Art. 47 FIDLEG). Als WKSIs gelten Emittenten, die zum Zeitpunkt des öffentlichen Angebots oder der Zulassung zum Handel der betreffenden Effekten mit ihren Beteiligungspapieren während mindestens zwei Jahren im Schweizerischen Leitindex (SMI) aufgeführt werden und, kumulativ, Forderungspapiere über mindestens 1 Milliarde CHF ausstehend haben (Art. 47 Abs. 1 lit. c FIDLEG i.V.m. Art. 57 Abs. 2 E-FIDLEV). Was unter Small Caps (Art. 47 Abs. 2 lit. a FIDLEG) zu verstehen ist, hat der Ordnungsgeber bewusst nicht geregelt mit der Begründung, dass es an internationalen oder in der Schweiz etablierten Messgrößen fehle.¹³³ Die konkreten Erleichterungen sind in den Anhängen 1–5 des E-FIDLEV noch nicht ersichtlich und sollten im Rahmen der Vernehmlassung entsprechend noch ergänzt werden. Die Erleichterungen und Kürzungsmöglichkeiten in Bezug auf den Prospektinhalt werden sich wohl an die in den gegenwärtigen Regularien der SIX Swiss Exchange AG vorgesehenen Kürzungsmöglichkeiten anlehnen und sich vermutlich auf bekannte (oder leicht ermittelbare) formelle Punkte wie z.B. Sitz, Rechtsform, Statutendatum oder Haupttätigkeit des Emittenten oder Corporate Governance Punkte wie z.B. die Zusammensetzung des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung beschränken.

IV. Prüfung, Genehmigung und Veröffentlichung des Prospekts

Eine der wesentlichsten Neuerungen im neuen Prospektrecht ist die Einführung der Pflicht zur vorgängigen Prospektprüfung und der Pflicht, den geprüften Prospekt vor Lancierung des öffentlichen Angebots bzw. der Handlungsaufnahme bei der Prüfstelle zu hinterlegen und zu veröffentlichen.¹³⁴ Diese generelle *ex ante* Prospektprüfungspflicht folgt dabei der europäischen Prospektregelung.¹³⁵

1. Prüfstelle

Die Prüfung der Prospekte hat durch eine von der FINMA zugelassene *Prüfstelle* zu erfolgen, wobei die FINMA mehrere Prüfstellen zulassen kann, soweit dies sachlich gerechtfertigt ist (Art. 52 Abs. 1 FIDLEG). Die Mindestanforderungen an die Prüfstelle bzw. deren Zu-

lassung sind in Art. 52 FIDLEG geregelt: die Prüfstelle muss ihre Aufgabe unabhängig ausüben können und die mit der Geschäftsleitung der Prüfstelle betrauten Personen müssen Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten, einen guten Ruf geniessen und die erforderlichen fachlichen Qualifikationen aufweisen. Finden sich keine tauglichen Bewerber, kann der Bundesrat eine Prüfstelle bezeichnen (Art. 52 Abs. 5 FIDLEG). Die SIX Exchange Regulation AG und die BX Swiss AG wären wohl für diese Aufgabe geeignete private Organisationen, zumal sie diese Funktion im Rahmen der Kotierung von Effekten an der SIX Swiss Exchange AG bzw. der BX Swiss AG bereits heute wahrnehmen. Aus diesem Grund darf wohl davon ausgegangen werden, dass die SIX Exchange Regulation AG und wohl auch die BX Swiss AG¹³⁶, welche sich unseres Wissens als Prüfstellen beworben haben, diese Aufgabe künftig wahrnehmen werden. Das Zulassungsverfahren, die Organisation und Aufsicht der Prüfstelle werden in Art. 71 ff. E-FIDLEV detailliert geregelt. Bis dato sind unseres Wissens von der FINMA noch keine Zulassungen erfolgt. Die Erwartung im Markt ist aber, dass zumindest eine Prüfstelle die Zulassung per 1. Januar 2020 erhalten wird.¹³⁷

2. Prüfpflicht: Grundsatz und Ausnahmen

2.1 *Ex ante* Prüfpflicht von Angebotsprospekten als Grundsatz

Im Gegensatz zum geltenden Kapitalmarktrecht, gemäss welchem für Aktien und Anleihen keine gesetzliche vorgängige Prüfpflicht der Angebotsprospekte existiert¹³⁸, sieht das FIDLEG neu eine gesetzliche Pflicht zur Prüfung der Prospekte und Nachträge vor.

Neu soll im Grundsatz immer eine *vorgängige Prospektprüfung* erfolgen. Dabei handelt es sich weiterhin lediglich um eine formelle Prüfung – die Prüfstelle prüft den eingereichten Prospekt gemäss Art. 51 Abs. 1 FIDLEG auf *Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit*; nicht geprüft wird die materielle Richtigkeit der Angaben.¹³⁹

An die Prüfung durch die Prüfstelle sind u.E. generell keine hohen Anforderungen zu stellen. Die Prüfung der *Vollständigkeit* beschränkt sich auf die formelle Einhaltung der Vorgaben, d.h. es wird wie bis anhin im Sinne

¹³³ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 45.

¹³⁴ Vgl. auch BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 93, der die Prüfpflicht als eigentlicher Paradigmenwechsel erachtet; vgl. Art. 51 Abs. 1 FIDLEG und Art. 61 Abs. 1 E-FIDLEV.

¹³⁵ Vgl. Art. 13 ProspektRL bzw. Art. 20 ProspektVO, welche ebenfalls vorsehen, dass ein Prospekt erst nach Billigung durch die zuständige Behörde veröffentlicht werden darf, wobei die Prüffrist 10 Arbeitstage bzw. 20 Arbeitstage bei Neuemittenten beträgt.

¹³⁶ Allerdings ist davon auszugehen, dass die BX Swiss AG, ähnlich wie die SIX Swiss Exchange AG via die SIX Exchange Regulation AG, ihre Prüfstellenaktivität im Rahmen einer separaten und organisatorisch unabhängigen rechtlichen Einheit ausüben muss, um dem Unabhängigkeitskriterium gemäss Art. 52 Abs. 2 FIDLEG und Art. 74 f. E-FIDLEV zu entsprechen.

¹³⁷ Siehe zur Relevanz des Zeitpunkts in Bezug auf die Übergangsregeln unten Ziffer V; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8981.

¹³⁸ Eine Prüfpflicht besteht aber natürlich bereits heute für Kotierungsprospekte im Rahmen der Selbstregulierung der jeweiligen Börsen.

¹³⁹ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8981; ENDER (FN 109), Rz. 500.

eines formellen *Rule Checks* geprüft, ob die gesetzlich vorgeschriebenen Prospektinhalte aufgeführt werden.¹⁴⁰ Die Anforderung an die *Kohärenz* ist dabei so zu verstehen, dass der Prospekt keine inneren Widersprüche aufweisen darf¹⁴¹, wobei nicht klar ist, in welchem Umfang die Prüfstelle dies überprüfen muss. Auch in Bezug auf die *Verständlichkeit* ist der Umfang der Prüfung nicht geklärt – es ist wohl anzunehmen, dass die Prüfstelle in einem ersten Schritt die Zusammenfassung des Prospekts auf Verständlichkeit hin kontrolliert und anschliessend prüft, ob die Zusammenfassung mit den anderen Teilen des Prospekts kohärent ist. Zudem ist davon auszugehen, dass die Prüfstelle lediglich gewisse Abschnitte, welche an verschiedenen Stellen im Prospekt wiederholt vorkommen, detaillierter auf Kohärenz und Verständlichkeit prüft wie etwa die Abschnitte über Informationen über die Gesellschaft und das Aktienkapital, Verwendung des Nettoerlöses oder die Beschreibung des Angebots und der Effekten. Die Prüfstelle kann unmöglich das gesamte Dokument im Detail auf Verständlichkeit und Kohärenz überprüfen. Dafür fehlen ihr die Ressourcen und sie hat auch die Zeit nicht dazu, um eine solche Prüfung durchzuführen. Unseres Erachtens hat die Prüfstelle den Prospekt somit lediglich auf gewisse offensichtliche Punkte zu prüfen, welche den Prospekt unverständlich oder nicht kohärent erscheinen lassen.

Auch *Nachträge* zu genehmigten Prospekten müssen im Grundsatz gemäss Art. 56 Abs. 3 FIDLEG umgehend nach Eintritt oder Feststellung der neuen Tatsachen der zuständigen Prüfstelle gemeldet und von dieser innerhalb von 7 Tagen genehmigt werden, sofern es sich nicht um einen nicht-genehmigungspflichtigen oder automatisch genehmigten Nachtrag handelt.¹⁴²

2.2 Ausnahmen von der Prüfpflicht

a. Nach Veröffentlichung zu prüfende Prospekte

Insbesondere im Bereich des (schweizerischen) Anleiensmarktes ist es von zentraler Bedeutung, dass ein zeitnaher Zugang zum Markt weiterhin sichergestellt wird (*time to market*).¹⁴³ Bereits unter geltendem Recht ermöglichte die provisorische Handelszulassung von Anleihen vor Kotierung bzw. Vorliegen eines Kotierungsprospekts eine zeitnahe Platzierung der Anleihen bzw. Aufnahme des Handels. Im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens wurde betont, dass die Beibehaltung dieser Praxis für einen erfolgreichen Schweizer Kapitalmarkt von zentraler Bedeutung sei und nicht durch die neu einzuführende vorgängige Prospektprüfungspflicht

bedroht werden solle.¹⁴⁴ Aus diesem Grund wurde der Bundesrat gemäss Art. 51 Abs. 2 FIDLEG ausdrücklich ermächtigt, Ausnahmen von der vorgängigen Prüfpflicht des Prospekts für gewisse Effekten vorzusehen. Entsprechend sieht der Entwurf der Finanzdienstleistungsverordnung vor, dass die Prüfung des Prospekts für *Anleiensobligationen* (inkl. Wandel- und Optionsanleihen, Mandatory Convertible Bonds, Contingent Convertible Bonds und Write-down Bonds) sowie *strukturierte Produkte* mit einer Laufzeit von 30 oder mehr Tagen erst nach dessen Veröffentlichung erfolgen kann.¹⁴⁵

Voraussetzung für die Ausnahme von der *ex ante* Prüfpflicht ist, dass eine Bank oder ein Wertpapierhaus bestatigt, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung die wichtigsten Informationen über den Emittenten und die Effekte vorliegen bzw. den Anleger öffentlich zur Verfügung gestellt werden (Art. 51 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 62 Abs. 2 E-FIDLEV). Als wichtigste Information gelten die in den Anhängen 1–5 des E-FIDLEV aufgeführten Mindestangaben, die für den Anlageentscheid von Investoren von zentraler Bedeutung sind.¹⁴⁶ Folglich kann von den in den Prospektschemata aufgeführten Mindestangaben abgewichen werden, sofern sie für den Anlageentscheid nicht wichtig sind (z.B. ISIN, Common Code, etc) oder noch nicht vorliegen (z.B. der konkrete Preis, welcher erst im Rahmen des Bookbuilding ermittelt wird).¹⁴⁷

Weiter wird bei Emittenten, deren Beteiligungs- oder Forderungspapiere an einem Schweizer oder anerkannten ausländischen Handelsplatz zum Handel zugelassen sind, *vermutet*, dass die wesentlichen Informationen in Bezug auf den Emittenten bereits vorliegen.¹⁴⁸ Eine Bank wird sich deshalb bei Emittenten, deren Beteiligungs- oder Forderungspapiere an einem Schweizer oder anerkannten ausländischen Handelsplatz zum Handel zugelassen sind, für diese Bestätigung auf diese Vermutung abstützen, wobei die Bank wohl auch eine Bestätigung vom Emittenten einholen wird, dass diese Vermutung korrekt ist, d.h. insbesondere kein Bekanntgabeaufschub vorliegt. Für den Fall, dass die Vermutung nicht greift, wird man den Markt mit einem vorläufigen bzw. noch ungeprüften Prospekt¹⁴⁹ informieren müssen, wobei es

¹⁴⁴ BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 95; REHM/WERLEN (FN 9), 72.

¹⁴⁵ Art. 60 E-FIDLEV i.V.m. Anhang 7 zum E-FIDLEV.

¹⁴⁶ Art. 62 Abs. 2 E-FIDLEV.

¹⁴⁷ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 48.

¹⁴⁸ Art. 62 Abs. 3 E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 48.

¹⁴⁹ Der Prospekt muss zwar nicht vollständig sein, aber er muss die wichtigsten Informationen (d.h. die Mindestangaben nach den Anhängen 1–5 E-FIDLEV und allfällige weitere für einen Investitionsentscheid der Anleger wichtigen Informationen) enthalten und öffentlich verfügbar gemacht werden (Art. 62 Abs. 2 E-FIDLEV). Zudem muss der Hinweis, dass der Prospekt noch nicht von der Prüfstelle geprüft wurde, auf dem Deckblatt des Prospekts angebracht werden (Art. 40 Abs. 5 FIDLEG i.V.m. Art. 60 Abs. 2 E-FIDLEV).

¹⁴⁰ Art. 59 Abs. 1 E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 46.

¹⁴¹ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8981.

¹⁴² Vgl. unten Ziffer IV.4 für detaillierte Ausführungen zu den Nachträgen.

¹⁴³ BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 95; REHM/WERLEN (FN 9), 71.

wiederum einer Bankbestätigung bedarf, welche sich dann aber wohl auf einen selber oder durch einen Anwalt durchgeführten Rule Check des vorläufigen bzw. noch ungeprüften Prospekts und die Bestätigung des Emittenten stützen wird.

Die Bestätigung der Bank ist der Prüfstelle zusammen mit dem zu prüfenden Prospekt einzureichen (Art. 62 Abs. 4 E-FIDLEV).

Aufgrund des Wortlauts des Gesetzes könnte man die Ansicht vertreten, dass zwar die Prospektprüfung *ex post* erfolgen kann, der (ungeprüfte) Prospekt aber gleichwohl vor Lancierung des Angebots oder Zulassung zum Handel veröffentlicht werden muss.¹⁵⁰ Dies ist u.E. aber nicht der Fall, da, wie oben aufgezeigt, gemäss Entwurf der Finanzdienstleistungsverordnung die Vermutung greift, dass, sofern die Emittentin bereits Beteiligungspapiere oder Forderungspapiere an einem anerkannten Handelsplatz zum Handel zugelassen hat, dem Markt die wesentlichen Informationen bereits vorliegen. Diese Vermutung wäre nicht sinnvoll bzw. irrelevant, wenn man sowieso bereits einen Prospekt mit den entsprechenden Informationen publizieren müsste. Eine andere Auslegung wäre im Übrigen auch nicht im Sinne des Gesetzgebers, welcher, wie bereits ausgeführt, einen zeitnahen Zugang zum Markt auch unter der neuen Gesetzgebung weiterhin sicherstellen wollte.¹⁵¹ In der Praxis wird der Prospekt u.E. deshalb im positiven Vermutungsfall nach Lancierung aber vor Prüfung veröffentlicht. Sollte die Vermutung nicht greifen, wird ein vorläufiger (ungeprüfter) Prospekt vor Lancierung öffentlich verfügbar gemacht werden müssen, der dann ebenfalls nachträglich von der Prüfstelle geprüft werden muss.

Gemäss Art. 60 Abs. 3 E-FIDLEV ist der Prospekt grundsätzlich innert zwei Monaten nach Beginn des öffentlichen Angebots bzw. der Handelszulassung bei einer Prüfstelle zur Prüfung einzureichen, was der bewährten Praxis der SIX Exchange Regulation AG entspricht.¹⁵²

b. Veröffentlichung ohne Prüfung

Während das *pricing supplement* (siehe oben Ziffer III.2) zwar veröffentlicht und so den Anlegern zur Verfügung gestellt sowie bei der Prüfstelle hinterlegt werden muss, ist eine Genehmigung des *pricing supplements* durch die Prüfstelle explizit nicht erforderlich. Derselbe Grundsatz gilt für die *endgültigen Bedingungen (final terms)* die im Zusammenhang mit einem Basisprospekt für Finanzinstrumente veröffentlicht werden müssen (Art. 45 Abs. 4 FIDLEG) sowie für nicht-genehmigungspflich-

tige oder automatisch genehmigte *Nachträge* zu genehmigten Prospekten (vgl. ausführlich zu den Nachträgen Ziffer IV.4 unten).

3. Prüfverfahren und Formelles zur Prospektprüfung

Das Prospektprüfungsverfahren wird unter dem neuen Prospektregime in zwei separate Verfahren aufgeteilt sein: das Prospektprüfungsverfahren der Prüfstelle gemäss Art. 51 ff. FIDLEG einerseits und das Kotierungs- bzw. Handelszulassungsverfahren andererseits.

Während sich das Kotierungs- bzw. Handelszulassungsverfahren weiterhin nach den Regularien der zuständigen Schweizer Börse bzw. dem Schweizer Handelsplatz richtet, richtet sich das *Prospektprüfungsverfahren* gemäss Art. 53 Abs. 1 FIDLEG nach dem Verwaltungsverfahrensgesetz des Bundes (VwVG), obwohl die Prüfstelle als privatrechtliche Organisation errichtet wird. Diese Doppelstruktur wird einen Einfluss auf das Verfahren und die Fristen haben. Entsprechend ist davon auszugehen, dass das Prospektprüfungsverfahren im Vergleich zum gegenwärtigen Prüfverfahren künftig formalistischer ausgestaltet sein wird und die zuständige Prüfstelle den Prospekt genauer prüfen wird, als dies die SIX bis anhin gemacht hat.¹⁵³ So kommt beispielsweise den Entscheidungen der Prüfstelle auch Verfügungscharakter zu¹⁵⁴ und die vor einer staatlichen Instanz geltenden Verfahrensgrundsätze sind zu beachten, wie z.B. das Recht auf rechtliches Gehör im Falle einer Ablehnung des Prospekts ohne Aufforderung zur Nachbesserung.¹⁵⁵ Da sich das Verfahren der Prüfstelle – und somit auch die Fristberechnung – nach dem VwVG richtet, würden grundsätzlich auch die Bestimmungen zum Stillstand der Fristen gemäss Art. 22a VwVG gelten. Dies hätte zur Folge, dass das Prospektprüfungsverfahren während den Gerichtsferien, d.h. zwei Wochen über Ostern, einen Monat im Sommer (Mitte Juli bis Mitte August) und zwei Wochen über Weihnachten, unterbrochen werden müsste. In dieser Zeit könnte dann keine Genehmigung des Prospekts von der Prüfstelle erlangt werden. Da ein Stillstand jedoch für einen funktionierenden Kapitalmarkt nicht praktikabel ist, kann die Prüfstelle unter Umständen einseitig darauf verzichten.¹⁵⁶ Es wäre zu begrüssen, wenn die Anwendbarkeit der Bestimmung des Stillstands der Fristen gemäss Art. 22a VwVG für das Prospektprüfungsverfahren auf Gesetzesstufe ausdrücklich wegbedungen worden wäre, wie dies zum Beispiel für das Übernahmeverfahren gemacht wurde (vgl. Art. 139 Abs. 4 FinfraG).

¹⁵⁰ Vgl. Art. 51 Abs. 1 und Abs. 2 i.V.m. Art. 64 Abs. 1 FIDLEG.

¹⁵¹ Vgl. dazu bereits IV.2.2a vorne.

¹⁵² Vgl. Art. 28 Abs. 1 des Zusatzreglements für die Kotierung von Anleihen der SIX Swiss Exchange Regulation AG vom 4. April 2018; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 47.

¹⁵³ Vgl. auch SHEIKH/PROBST (FN 113).

¹⁵⁴ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8982.

¹⁵⁵ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8982.

¹⁵⁶ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 51.

Es ist wohl davon auszugehen, dass die Schweizer Börsen und weitere Handelsplätze ihre Regularien anpassen werden um sicherzustellen, dass (i) die zuständigen Kotierungsbehörden die genehmigten Prospekte für die Handelszulassung der Effekten akzeptieren, ohne eigene zusätzliche Anforderungen aufzustellen und (ii) das Kotierungs- und Prospektprüfungsverfahren parallel und koordiniert erfolgen kann.

Hinsichtlich der Fristen sieht das Prüfverfahren entsprechend den Bedürfnissen des Kapitalmarkts relativ kurze *Fristen* vor: die Frist zur Genehmigung des (allenfalls nachgebesserten) Prospekts beträgt 10 Kalendertage bzw. 20 Kalendertage bei Neuemittenten¹⁵⁷ ab dessen Eingang (Art. 53 Abs. 4 und Abs. 5 FIDLEG). Im Falle eines IPOs muss ein Emittent den Prospekt somit mindestens 20 Kalendertage vor Beginn des Angebots der Prüfstelle zur Prüfung und Genehmigung einreichen. Insbesondere gilt zu beachten, dass sich die Prüffristen neu nach *Kalendertagen* und eben nicht wie bis anhin nach *Handelstagen* berechnen - folglich wird die Prüffrist künftig etwas kürzer sein.

Die Frist beginnt gemäss Art. 68 E-FIDLEV allerdings erst mit Eingang des Gesuchs um Prüfung des *vollständigen* Prospekts zu laufen, d.h. wenn alle zu prüfenden Unterlagen bzw. alle Teile des Prospekts bei der Prüfstelle eingereicht worden sind und der Prospekt keine wesentlichen Lücken enthält.¹⁵⁸ Folglich wird es künftig wohl nicht (mehr) möglich sein (oder nur noch in Ausnahmefällen), einen vorläufigen Prospektentwurf einzureichen unter dem Hinweis, dass gewisse Angaben (wie z.B. Informationen über bedeutende Aktionäre oder Angaben über den Emittenten oder die MD&A) erst später ergänzt werden. Ist ein eingereichter Prospekt unvollständig oder mangelhaft, besteht die Möglichkeit zur Nachbesserung, wobei jedoch bei Einreichung eines nachgebesserten Prospekts die Prüffrist von 10 bzw. 20 Kalendertagen erneut zu laufen beginnt.¹⁵⁹ Für einen IPO bedeutet dies in praktischer Hinsicht, dass die rechtzeitige Einreichung des Gesuchs um Prüfung des vollständigen Prospekts von zentraler Bedeutung ist und das Gesuch sofern möglich mehr als 20 Kalendertage vor Beginn des *Bookbuilding*-Verfahrens eingereicht werden sollte. Obwohl die SIX Exchange Regulation AG in ihrer Funktion als Prüfstelle weiterhin plant, einen pragmatischen Ansatz zu verfolgen, sollte bei der Planung eines

IPO wohl ein zusätzlicher Puffer für allfällige Nachbesserungen des Prospekts eingeplant werden. Es wird sich zeigen müssen, ob formelle Änderungen oder Updates des Prospekts (z.B. betreffend Informationen über die bedeutenden Aktionäre oder die MD&A) vorgenommen werden können, ohne eine zusätzliche Prüffrist von 10 bzw. 20 Kalendertagen auszulösen.

Zu beachten gilt, dass es sich bei diesen Fristen – welche der europäischen Prospektregelung nachgebildet sind¹⁶⁰ – um reine Ordnungsschriften handelt, d.h. im Falle einer Überschreitung dieser Prüffristen gilt ein Prospekt nicht automatisch als genehmigt und geprüft.¹⁶¹

4. Gültigkeit und Nachträge zum Prospekt

Wie in der EU bleiben Prospekte nach ihrer Genehmigung durch die Prüfstelle während *zwölf Monaten* für öffentliche Angebote oder Handelszulassungen auf einem Handelsplatz *gültig*.¹⁶² Prospekte für Forderungspapiere, die im Rahmen eines Emissionsprogramms ausgegeben werden, bleiben gültig, bis keines der betroffenen Forderungspapiere mehr dauernd oder wiederholt ausgegeben wird.¹⁶³ Hervorzuheben ist, dass die Gültigkeit unter Vorbehalt der fristgemässen Einreichung von Nachträgen infolge von neuen Tatsachen bzw. veränderten Umständen steht.¹⁶⁴

Tauchen *neue Tatsachen*¹⁶⁵ im Zeitraum zwischen der Genehmigung des Prospekts und dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots bzw. dem Beginn des Handels auf einem Handelsplatz auf, müssen diese mittels *Nachtrag zum Prospekt* berichtigt bzw. ergänzt werden, sofern sie einen wesentlichen Einfluss auf die Bewertung der Effekten haben könnten.¹⁶⁶ Dies gilt auch, wenn nachträglich Unrichtigkeiten oder Ungenauigkeiten im Prospekt entdeckt werden, welche die Bewertung der Effekten beeinflussen könnten.¹⁶⁷ Dadurch wird sichergestellt, dass die Anleger ihren Investitionsentscheid auf alle relevanten Informationen stützen können.¹⁶⁸ Für

¹⁵⁷ Ein Emittent gilt als Neuemittent, wenn er entweder während der letzten drei Jahre bei der relevanten Prüfstelle keinen Prospekt zur Prüfung eingereicht hat oder alternativ zum Zeitpunkt der Gesuchstellung keine von ihm ausgegebene oder sichergestellte Effekten an einem Schweizer Handelsplatz zum Handel zugelassen sind. Vgl. Art. 69 Abs. 1 E-FIDLEV *e contrario*, welcher sich an der bisherigen Regelung (Art.27 Zusatzreglement für die Kotierung von Anleihen) orientiert.

¹⁵⁸ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 51.

¹⁵⁹ Art. 53 Abs. 3, Abs. 4 und Abs. 5 FIDLEG; Bösch, Bestandesaufnahme (FN 17), 94.

¹⁶⁰ Auch in der EU sieht eine Prüffrist von 10 Arbeitstagen vorgesehen, die sich bei Neuemittenten auf 20 Arbeitstage verlängert, wobei ein Prospekt nicht als automatisch gebilligt gilt, wenn die zuständige Behörde die Fristen nicht einhalten kann, vgl. Art. 13 Abs. 2 und Abs. 3 ProspektRL sowie Art. 20 Abs. 2 und Abs. 3 ProspektVO.

¹⁶¹ Art. 53 Abs. 6 FIDLEG; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8982.

¹⁶² Art. 55 Abs. 1 FIDLEG; vgl. Art. 9 Abs. 1 ProspektRL; Art. 12 Abs. 1 ProspektVO.

¹⁶³ Art. 55 Abs. 2 FIDLEG.

¹⁶⁴ SPILLMANN/MEYER (FN 2), 28 f.

¹⁶⁵ Nicht als Tatsachen qualifizieren analog zur bisherigen Ad hoc-Publizitätspraxis blosse Gerüchte, Gewinnschätzungen Dritter, Ideen, Planungsvarianten, Absichten oder Prognosen; vgl. Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 49.

¹⁶⁶ Art. 56 Abs. 1 FIDLEG; vgl. Art. 16 Abs. 1 ProspektRL und Art. 23 Abs. 1 ProspektVO.

¹⁶⁷ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8983; vgl. Art. 16 Abs. 1 ProspektRL, wonach eine wesentliche Unrichtigkeit oder Ungenauigkeit zu berichtigen ist.

¹⁶⁸ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 49.

Transaktionen mit Anleiheobligationen und anderen Effekten, bei denen die Genehmigung (und nach der hier vertretenen Ansicht die Veröffentlichung) des Prospekts erst *ex post* erfolgen kann¹⁶⁹, gilt u.E. grundsätzlich der Schluss des öffentlichen Angebots bzw. der Beginn des *provisorischen* Handels als Zeitpunkt, bis zu welchem eine Nachtragspflicht besteht. Sollte allerdings ein Prospekt mit späterem Datum erstellt werden¹⁷⁰, muss dieser Prospekt natürlich implizit die Nachträge nach Schluss des Angebots bzw. Beginn des *provisorischen* Handels enthalten, da der Prospekt am Datum des Prospekts aktuell bzw. korrekt sein muss. Danach besteht u.E. aber keine Nachtragspflicht mehr, auch wenn die Genehmigung erst später erfolgt.

Eine *Nachtragspflicht* lösen Tatsachen aus, die aufgrund der konkreten Umstände des Einzelfalls geeignet sind, den durchschnittlichen Marktteilnehmer in seinem Anlageentscheid wesentlich zu beeinflussen (Art. 63 Abs. 1 E-FIDLEV) wie z.B. Strukturveränderungen (Fusionen, Übernahmen, Akquisitionen, etc), Änderungen im Geschäftsverlauf oder neue Streitigkeiten oder Gerichtsverfahren. Zudem sieht Art. 63 Abs. 2 E-FIDLEV vor, dass ein *ad hoc* meldepflichtiger Tatbestand (d.h. eine potenziell kursrelevante Tatsache, die nach den Regeln des Handelsplatzes bekannt gegeben werden muss) ebenfalls eine Nachtragspflicht auslöst.

Bezüglich Genehmigungspflicht ist zu unterscheiden zwischen genehmigungspflichtigen Nachträgen, automatisch genehmigten Nachträgen und nicht genehmigungspflichtigen Nachträgen. Die Genehmigungspflicht ist der Normalfall. In Bezug auf automatisch genehmigte Nachträge scheint es im Entwurf der Finanzdienstleistungsverordnung noch einen Fehler zu haben, welcher hoffentlich noch bereinigt wird. Art. 63 Abs. 5 E-FIDLEV verweist nämlich für die automatisch genehmigten Nachträge auf die Fälle von Art. 63 Abs. 1 E-FIDLEV und nicht auf Abs. 2, welcher die Nachträge regelt, falls eine *Ad hoc*-Mitteilung publiziert werden muss. Aus unserer Sicht muss es richtigerweise so sein, dass Informationen, welche einen wesentlichen Einfluss auf die Bewertung der Effekten haben könnten, mittels genehmigungspflichtigem Nachtrag zu korrigieren bzw. nachzutragen sind, wobei die Genehmigung automatisch erfolgen soll, wenn Art. 63 Abs. 2 E-FIDLEV greift, sprich eine *Ad hoc*-Mitteilung verschickt wird. Diese muss ja sofort publiziert werden können.¹⁷¹ Mit anderen

Worten sollten u.E. *Ad hoc*-Mitteilungen als automatisch genehmigte Nachträge gelten.

Des Weiteren ist zudem auf die nicht genehmigungspflichtigen Nachträge hinzuweisen. Die Prüfstellen werden gemäss Art. 56 Abs. 4 FIDLEG eine nicht abschliessende Liste mit Umständen, die von dem Emittenten mittels Nachträgen zwar gemeldet und veröffentlicht, aber nicht genehmigt, werden müssen. Es ist noch unklar, welche Ereignisse die Prüfstellen von der Pflicht zur vorgängigen Genehmigung ausnehmen werden. Diese *nicht-genehmigungspflichtigen Nachträge* müssen lediglich bei der Prüfstelle hinterlegt und gleichzeitig mit der Meldung an die Prüfstelle veröffentlicht werden (Art. 56 Abs. 4 FIDLEG i.V.m. Art. 64 lit. b E-FIDLEV).

Schliesslich stellt der Gesetzgeber klar, dass das Eintreten von bereits im Prospekt oder den endgültigen Angebotsbedingungen vorgesehenen Ereignissen wie z.B. die Preisfestsetzung, gesellschaftsrechtliche Genehmigungen oder die Ausübung einer Mehrzuteilungsoption (*Green Shoe*) nicht als neu qualifiziert und somit keine Nachtragspflicht auslöst (Art. 63 Abs. 3 E-FIDLEV).

In Bezug auf das *Prüfverfahren von genehmigungspflichtigen Nachträgen*, welche nicht als automatisch genehmigt gelten, gilt, dass der Nachtrag der Prüfstelle umgehend nach Eintritt oder Feststellung der neuen Tatsache gemeldet¹⁷² und innerhalb von *sieben Kalendertagen* genehmigt und danach unverzüglich veröffentlicht werden muss (Art. 56 Abs. 2 und Abs. 3 FIDLEG). Entspricht ein Nachtrag nicht den gesetzlichen Anforderungen, besteht – wie beim Prospekt – die Möglichkeit der *Nachbesserung*, wobei die Frist zur Nachbesserung bei öffentlichen Angeboten höchstens drei und bei einer Handelszulassung höchstens sieben Kalendertage beträgt (Art. 65 Abs. 1 und Abs. 2 E-FIDLEV). Die Prüfstelle entscheidet gemäss Art. 65 Abs. 3 E-FIDLEV innerhalb der gleichen Frist, die für die Nachbesserung angesetzt wurde. Der Gesetzgeber hat bewusst kurze Fristen vorgesehen, da die Anleger ein grundsätzliches Interesse an einer zeitnahen Information haben.¹⁷³

Im Zusammenhang mit einem Nachtrag während eines öffentlichen Angebots von Effekten sieht Art. 56 Abs. 5 FIDLEG zudem vor, dass die Angebotsfrist frühestens zwei Tage nach Veröffentlichung des Nachtrags enden darf. Zudem sieht diese Bestimmung – analog zur europäischen Prospektregelung – eine *zwei-tägige Widerruffrist* für Anleger vor, die ihre Zusagen zum Erwerb oder zur Zeichnung von Effekten vor der Veröffentlichung

¹⁶⁹ Vgl. dazu bereits oben IV.2.2a.

¹⁷⁰ Sei es, weil zum Zeitpunkt des Angebots bzw. Beginns des *provisorischen* Handels noch gar kein Prospekt vorliegt (weil die Vermutung gemäss Art. 62 Abs. 3 E-FIDLEV greift), oder weil der ungeprüfte Prospekt zwar vorliegt, aber noch einmal angepasst oder ergänzt wird (er muss ja gemäss Art. 51 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 62 Abs. 2 E-FIDLEV zum Zeitpunkt des Angebots bzw. der *provisorischen* Handelszulassung nicht vollständig sein).

¹⁷¹ Art. 63 Abs. 2 E-FIDLEV könnte auch gänzlich gestrichen und in Art. 63 Abs. 5 E-FIDLEV klargestellt werden, dass Tatsachen nach

Abs. 1, welche gemäss den *Ad hoc* Pflichten des jeweiligen Handelsplatzes bekanntgegeben werden müssen, als automatisch genehmigt gelten.

¹⁷² Die Meldung erfolgt gemäss Art. 64 E-FIDLEV in Form bei genehmigungspflichtigen Nachträgen in Form eines Genehmigungsantrags.

¹⁷³ Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 51.

eines Nachtrags erteilt haben, vorausgesetzt die neue Tatsache ist geeignet, die Bewertung der Effekten bzw. den Anlageentscheid wesentlich zu beeinflussen.¹⁷⁴

Für die Praxis bedeutet dies, dass sich die Angebotsfrist verlängert und dadurch der erste Handelstag und der Vollzug der Transaktion um mindestens zwei Kalendertage verzögert wird, falls nach Publikation des Prospekts und kurz vor Ende der Angebotsfrist ein Umstand bekannt wird, der eine Nachtragspflicht auslöst. Wiederrum kann dies zu (im Falle von genehmigungspflichtigen Nachträgen erheblichen) Verzögerungen des Zeitplans führen, welche bei der Planung einkalkuliert werden sollten.

5. Anerkennung ausländischer Prospekte

In Anlehnung an die europäische Prospektregelung¹⁷⁵ sieht Art. 54 Abs. 1 FIDLEG vor, dass nach ausländischen Rechtsvorschriften erstellte Prospekte von einer Prüf Stelle genehmigt werden können, sofern diese nach anerkannten internationalen Standards (v.a. IOSCO Standard)¹⁷⁶ erstellt wurden und die Informationspflichten mit den Anforderungen des FIDLEG gleichwertig sind. In der Praxis werden wohl nicht generell Prospekte einer bestimmten Rechtsordnung anerkannt, sondern solche gewisse Handelsplätze oder -segmente. Diese Regelung zielt primär darauf ab, ausländischen Investoren einen effizienten Zugang zum Schweizer Finanzplatz zu ermöglichen und die Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzmarktes zu stärken.¹⁷⁷ Dabei richtet sich das Verfahren für die Prüfung und Genehmigung ausländischer Prospekte nach dem ordentlichen Verfahren für inländische Prospekte gemäss Art. 53 FIDLEG; insbesondere die Bestimmungen betreffend Zuständigkeiten, Ausnahmen von der *ex ante*-Prüfung, Fristen, Hinterlegung und Veröffentlichung sowie Gültigkeit und Nachtragspflicht gelten zu beachten.¹⁷⁸

Zudem kann die Prüf Stelle vorsehen, dass gewisse ausländische Prospekte, die nach einer anderen Rechtsordnung genehmigt wurden, in der Schweiz als *automatisch genehmigt* gelten. Die Prüf Stelle führt eine Liste der Länder (bzw. wohl Handelsplätze oder -segmente solcher Länder), deren Prospektgenehmigung in der Schweiz anerkannt wird, wobei insbesondere nach der europäischen Prospektregelung oder nach US-amerikanischen Bestimmungen erstellte Prospekte in Frage kommen, zumal diese ein vergleichbares Transparenzniveau aufwei-

sen.¹⁷⁹ Sind die Voraussetzungen für eine automatische Anerkennung nach Art. 54 Abs. 2 und Abs. 3 FIDLEG erfüllt, gelten die Prospekte und Nachträge ohne weiteres als anerkannt.¹⁸⁰ Auch die automatisch anerkannten ausländischen Prospekte müssen spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots in der Schweiz oder mit der Handelszulassung an einem Schweizer Handelsplatz angemeldet, hinterlegt, veröffentlicht und zur Verfügung gestellt werden.¹⁸¹

6. Veröffentlichung des Prospekts

6.1 Pflicht zur Veröffentlichung und Abgabe der Prospekte

Die Vorschriften zur Veröffentlichung des Prospekts zielen primär darauf ab, den Anlegern rechtzeitig und einfach Zugang zu den für ihren Investitionsentscheid relevanten Informationen zu vermitteln und dadurch das Informationsgefälle zwischen dem Emittenten und dem Anleger auszugleichen.¹⁸² Die Publizität wird unter dem neuen Prospektrecht durch Hinterlegung des genehmigten bzw. anerkannten Prospekts bei der Prüf Stelle sowie durch Veröffentlichung des Prospekts sichergestellt.¹⁸³ Dieselbe Regelung findet auch auf Nachträge Anwendung.¹⁸⁴ Die Publikation bzw. die Verfügbarkeit des Prospekts und der Nachträge muss während der Dauer der Gültigkeit (grundsätzlich 12 Monate ab der Genehmigung) aufrechterhalten bleiben.¹⁸⁵

Art. 64 Abs. 3 FIDLEG legt die verschiedenen Publikationsarten fest. Prospekte und Nachträge können demnach in einer Zeitung oder im SHAB veröffentlicht werden, in gedruckter Form am Sitz des Emittenten oder bei der mit der Emission befassten Stelle abgegeben werden oder in elektronischer Form auf der Website des Emittenten, des Handelsplatzes oder der mit der Emission befassten Stelle veröffentlicht werden. Zudem müssen den Anlegern kostenlose Papierversionen zur Verfügung gestellt werden, falls der Prospekt in elektronischer Form veröffentlicht wird.¹⁸⁶ Obwohl in Art. 64 Abs. 3 lit. d

¹⁷⁴ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8984; REHM/WERLEN (FN 9), 74 f.; Art. 16 Abs. 2 ProspektRL; Art. 23 Abs. 2 ProspektVO.

¹⁷⁵ Art. 20 Abs. 1 ProspektRL.

¹⁷⁶ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8983.

¹⁷⁷ BÖSCH, Bestandaufnahme (FN 17), 96; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8929.

¹⁷⁸ Art. 70 Abs. 1 E-FIDLEV.

¹⁷⁹ Art. 54 Abs. 3 FIDLEG; Art. 70 Abs. 2 E-FIDLEV; Botschaft FIDLEG (FN 5), 8983.

¹⁸⁰ Art. 70 Abs. 3 E-FIDLEV.

¹⁸¹ Art. 70 Abs. 4 E-FIDLEV.

¹⁸² Vgl. statt vieler PATRICK SCHLEIFFER/DAMIAN FISCHER, Prospektfreie Platzierungen, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, 121–166, 124; MIRJAM EGGEN, Die Schweizerische Prospektspflicht für Effekten – eine rechtsvergleichende Untersuchung der bestehenden Rechtslage, SZW 2010, 203–215, 209.

¹⁸³ Art. 64 Abs. 1 FIDLEG.

¹⁸⁴ PHILIPPE BORENS/MARTIN LANZ, Modernisierung des Schweizer Primärmarktrechts, Schellenberg Wittmer AG, Newsletter Januar 2019.

¹⁸⁵ Art. 92 Abs. 1 E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 60.

¹⁸⁶ Art. 64 Abs. 4 FIDLEG i.V.m. Art. 92 Abs. 1 E-FIDLEV. Gemäss den Ausführungen des Gesetzgebers im Erläuternden Bericht kann daraus aber keine Pflicht für den Emittenten in Sekundärmarkt-

FIDLEG auch die Veröffentlichung des Prospekts in elektronischer Form auf der Website der Prüfstelle vorgesehen ist, soll die Prüfstelle nach Auffassung des Gesetzgebers nicht zur Publikation von genehmigten bzw. anerkannten Prospekten auf ihrer Website verpflichtet sein.¹⁸⁷ Eine Präzisierung im E-FIDLEV, dass sämtliche Prospekte zusätzlich auch auf der Website der Prüfstelle zur Verfügung gestellt werden müssen und so eine zentrale Plattform für alle Prospekte geschaffen worden wäre, wäre wünschenswert gewesen, da die Konzentration der Prospektinformationen nicht nur den Zugriff auf die Prospekte (auch zu einem späteren Zeitpunkt), sondern auch den Vergleich der einzelnen Finanzprodukte für die Marktteilnehmer erleichtert hätte.¹⁸⁸ Die Prüfstelle muss aber bloss eine Liste mit genehmigten Prospekten und allfälligen Nachträgen führen, die den Anlegern während zwölf Monaten zugänglich gemacht werden muss und die eine eindeutige Zuordnung der Prospekte (und Nachträge) zu einem öffentlichen Angebot bzw. Handelszulassung ermöglicht.¹⁸⁹ Aus Sicht des Gesetzgebers wäre es durchaus sinnvoll, diese Liste mit der Website des Emittenten bzw. der Website, auf der der Prospekt (und die Nachträge) publiziert werden, zu verlinken.¹⁹⁰

6.2 Zeitpunkt der Prospektausgabe

Basierend auf dem Anlegerschutzprinzip müssen potentielle Investoren grundsätzlich vor Abgabe eines verbindlichen Angebots (d.h. vor Zeichnung der Effekten) Gelegenheit zur Kenntnisnahme der für ihren Investitionsentscheid relevanten Informationen erhalten. Entsprechend muss der *Prospekt* grundsätzlich spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots oder der Handelszulassung veröffentlicht werden (Art. 64 Abs. 1 lit. b FIDLEG).

Eine Ausnahme von diesem Grundsatz besteht bei der erstmaligen Zulassung zum Handel einer Gattung von Beteiligungspapieren eines Emittenten (*initial public offering*), wonach der Prospekt mindestens sechs Arbeitstage (und nicht Handelstage) vor dem Ende des Angebots zur Verfügung gestellt werden muss (Art. 64 Abs. 2 FIDLEG), d.h. u.E. sechs Arbeitstage vor Festsetzung des finalen Angebotspreises (*pricing*) und Allokation der Effekten. Damit wird eine gesetzliche Anforderung an die minimale Dauer des *Bookbuilding*-Verfahrens von sechs Arbeitstagen eingeführt. Aus Sicht des Gesetzgebers trägt diese Ausnahme dem im Vergleich zu weite-

ren Emissionen bereits zugelassener Effekten erhöhten Informationsbedürfnis der Anleger Rechnung.¹⁹¹ Hervorzuheben gilt, dass diese Ausnahme nur für die Handelszulassung von Beteiligungspapieren (insbesondere Aktien-, und Partizipations- und Genussscheine) und nicht für Forderungspapiere (insbesondere Anleihen, Derivate und strukturierte Produkte) gilt. Dies bedeutet konkret, dass ein zeitnahe Zugang zum Markt bei neuen Anleihen (sowie bei Wandelanleihen)¹⁹² weiterhin sichergestellt wird.¹⁹³

Zudem, wie bereits oben in Ziffer IV.2.2a gezeigt, muss ein Prospekt in Bezug auf Anleiheobligationen sowie die weiteren in Anhang 7 zur E-FIDLEV genannten Effekten nach der hier vertretenen Auffassung nicht vor Lancierung des Angebots oder (provisorischer) Zulassung zum Handel veröffentlicht werden, sofern die Vermutung greift, dass die wesentlichen Informationen in Bezug auf den Emittenten bereits vorliegen.

Weiter sieht das FIDLEG wie bereits unter geltendem Recht die Möglichkeit vor, die Angaben zum endgültigen Emissionskurs und Emissionsvolumen erst nach Zuteilung der Effekten (z.B. nach Ablauf des *Bookbuilding*-Verfahrens) in einem *pricing supplement* zu veröffentlichen.¹⁹⁴ Wie bereits erwähnt kann das *pricing supplement* – im Unterschied zum Prospekt – ohne präventive Genehmigung bei der Prüfstelle hinterlegt und veröffentlicht werden.

Die *endgültigen Bedingungen* (*final terms*) für unter einem Basisprospekt ausgegebene Effekten, die typischerweise erst am Emissionsdatum feststehen, müssen baldmöglichst nach Vorliegen der finalen Angaben bzw. spätestens zum Zeitpunkt der Zulassung zum Handel veröffentlicht und bei der Prüfstelle hinterlegt werden (Art. 56 Abs. 3 E-FIDLEV). Eine *ex ante* Prüfung und Genehmigung der *final terms* durch die Prüfstelle ist nicht erforderlich (Art. 45 Abs. 4 FIDLEG).

V. Übergangsbestimmungen

Das neue Schweizer Prospektrecht wird voraussichtlich am 1. Januar 2020 (spätestens aber am 1. Januar 2021) in Kraft treten. Um die Implementierung zu erleichtern, werden das FIDLEG und die E-FIDLEV schrittweise über zwei Jahre eingeführt.

transaktionen abgeleitet werden, den Prospekt an seinem Sitz aufzulegen, da der Emittent in *secondary offerings* ja nicht involviert ist; siehe Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 60.

¹⁸⁷ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8990.

¹⁸⁸ Gl. M. BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 97; EGGEN, Rechtsvergleich (FN 182), 193.

¹⁸⁹ Art. 64 Abs. 5 FIDLEG i.V.m. Art. 92 Abs. 3 und Abs. 4 E-FIDLEV.

¹⁹⁰ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8990.

¹⁹¹ Botschaft FIDLEG (FN 5), 8990.

¹⁹² Der nun angepasste Wortlaut der Definition Beteiligungspapiere konkretisiert, dass Wandelanleihen bis zur Wandlung als Forderungspapiere zu behandeln sind und somit von der nachträglichen Prospektprüfung und weiteren Erleichterungen und Sonderbestimmungen für Forderungspapiere profitieren; vgl. Art. 3 lit. a Ziff. 1 FIDLEG *e contrario*; BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 86.

¹⁹³ BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 17), 97.

¹⁹⁴ Vgl. ausführlich dazu oben Ziffer III.2.

Grundsätzlich gilt für Effekten und Finanzinstrumente, für die bereits *vor dem Inkrafttreten* des FIDLEG und der E-FIDLEV ein öffentliches Angebot unterbreitet oder um Handelszulassung ersucht wurde bzw. die schon vor dem Inkrafttreten Privatkunden angeboten wurden, eine Übergangsfrist von zwei Jahren, sofern diese Frist vom Bundesrat nicht verlängert wurde (Art. 95 Abs. 4 und Abs. 5 FIDLEG). Mit anderen Worten gelten die vor Inkrafttreten des FIDLEG und der E-FIDLEV erstellten Prospekte während einer Übergangsfrist von zwei Jahren weiter, d.h. für zahlreiche auf dem Markt befindliche Finanzinstrumente muss keine neue Prospektokumentation erstellt werden, solange darunter kein neues Angebot lanciert wird.¹⁹⁵ Diese Übergangsbestimmung ist primär für gewisse strukturierte Produkte von Bedeutung.

Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts gemäss FIDLEG gilt für Effekten, die *nach Inkrafttreten* des neuen Gesetzes öffentlich angeboten werden oder zum Handel zugelassen werden sollen, nach Ablauf von sechs Monaten ab Zulassung einer Prüfstelle durch die FINMA, also voraussichtlich ab 1. Juli 2020 sofern zumindest eine Prüfstelle auf den 1. Januar 2020 zugelassen wird.¹⁹⁶ Bis zu diesem Zeitpunkt gelten die Bestimmungen des Schweizerischen Obligationenrechts noch weiter (Art. 108 Abs. 2 E-FIDLEV). Diese Bestimmung kann wohl dahingehend verstanden werden, dass während diesen ersten sechs Monaten Prospekte entweder gemäss den bisherigen Prospektbestimmungen oder alternativ gemäss dem neuen FIDLEG-Prospektregime erstellt werden können (dasselbe muss u.E. auch in Bezug auf Prospektinhalt und Prospektprüfung gelten). In Bezug auf Emissionsprogramme, die bereits vor Inkrafttreten des FIDLEGs an einem Schweizer Handelsplatz registriert sind, bedeutet dies konkret, dass der Basisprospekt grundsätzlich bis zum Zeitpunkt der vollen Umsetzung des neuen Schweizer Prospektrechts (voraussichtlich bis am 1. Januar 2022) gültig ist. Wird jedoch nach Ablauf der Übergangsfrist von sechs Monaten gemäss Art. 108 Abs. 1 E-FIDLEV (d.h. nach dem 1. Juli 2020) eine neue Serie oder Tranche unter dem Emissionsprogramm in der Schweiz öffentlich angeboten oder zum Handel zugelassen, muss der Basisprospekt FIDLEG-konform aufdatiert und angepasst werden.

VI. Fazit

Mit der Inkraftsetzung des FIDLEG und der ausführenden Finanzdienstleistungsverordnung wird die Schweiz ein modernes Prospektrecht erhalten. Dies ist grund-

sätzlich zu begrüssen. Das bisherige Prospektregime kann etwas provokativ als so löchrig wie ein Schweizer Käse bezeichnet werden. Zudem gibt es im Bereich der Aktien und Anleihen nicht wirklich ernst zu nehmende inhaltliche Anforderungen an den Prospekt. Gleichzeitig besteht mit der Neukonzeption auch die Gefahr einer Überregulierung. Vieles wird davon abhängen, wie die Prüfstellen ihre Aufgabe interpretieren und wie «business-minded» sie ihre Aufgabe wahrnehmen werden. Es ist zu hoffen, dass die Schweizer Börsen, allen voran natürlich die SIX Swiss Exchange und deren Prüfstelle, den bisherigen Pragmatismus und zuvorkommenden *modus operandi* weiter leben werden. Nur dann wird sich der Börsenplatz Schweiz weiterhin als valable und attraktive Alternative zu anderen europäischen Börsenplätzen empfehlen können.¹⁹⁷

¹⁹⁵ Botschaft FIDLEG (FN 5), 9004.

¹⁹⁶ Art. 108 Abs. 1 E-FIDLEV; Erläuternder Bericht FIDLEV (FN 26), 65.

¹⁹⁷ Wobei die Anerkennung der Äquivalenz der SIX Swiss Exchange AG durch die EU natürlich ebenfalls eine gewichtige Rolle spielen wird.