

Sandro Abegglen*

Börsenblasen, übertriebene Performance-Ansprüche und Finanzmarktrecht

Systemschutz-Funktion des Finanzmarktrechts angesichts irrationaler Aktienkursentwicklungen und zu hoher Erwartungen der Anleger an die Rentabilität von Aktieninvestments

1. Einleitung und Überblick

Dieser Aufsatz befasst sich mit einigen Aspekten der Funktion des Finanzmarktrechts in Anbetracht der von Zeit zu Zeit immer wieder vorkommenden Bildung von spekulativen Aktienblasen und – damit z.T. verbunden – zu hohen Erwartungen, die Investoren in die Rentabilität von Aktieninvestments setzen. Angesprochen ist mithin die Frage, welchen (falls überhaupt, wohl nur geringen) Beitrag das Recht zur Vermeidung von «irrational exuberance»¹ leisten kann.

Entstehen und Platzen der New-Economy-Aktienblase um den Jahrtausendwechsel waren der

Ausgangspunkt der folgenden Überlegungen. Auf das auch «dot.com»-Aktienblase genannte Phänomen wird nachfolgend bei der Beschreibung des rechtstatsächlichen Hintergrundes ebenfalls kurz eingegangen. Der vorliegende Aufsatz befasst sich jedoch nicht in spezifischer Weise mit den Ursachen oder möglichen rechtlichen Präventionsmassnahmen in Anbetracht der New-Economy-Aktienblase. Er geht vielmehr generell auf die Frage ein, ob und inwiefern das Recht einen (kleinen) Beitrag leisten kann, um die Bildung spekulativer Aktienblasen zu erschweren sowie dass Investoren nicht aufgrund übertriebener Performance-Erwartungen unpassende Anlagestrategien verfolgen.²

Im Folgenden wird zunächst das Phänomen der Aktienblase kurz vorgestellt. Danach gehe ich kurz auf mögliche Ursachen von Aktienblasenbildungen ein, und beschreibe dabei auch die damit in Zusammenhang stehenden, übertriebenen Ansprüche, die viele Investoren an die Performance von Aktien stellen. Anschliessend wird dargelegt, weshalb Funktionsstörungen wie die Bildung und das Platzen von Aktienblasen das System Recht

* Dr. iur., Fürsprecher, LL.M., Rechtsanwalt in Zürich. PD für Privat- und Handelsrecht und Bank- und Finanzmarktrecht an der Universität Bern. Der vorliegende Aufsatz gibt einige Gedanken meines Habilitationsprobenvortrags vom 23. Januar 2003 vor der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern wieder. Der Fussnotenapparat beschränkt sich auf wenige Hinweise. Herrn lic. oec. HSG Christian von Ballmoos danke ich für wertvolle Hinweise aus Sicht der Finanzmarkttheorie und meinen Kollegen Dr. Andreas Casutt, lic. iur. Marco Häusermann und lic. iur. Dominic Studer für die kritische Durchsicht des Manuskripts.

¹ «Irrational Exuberance» ist der Titel des bekannten Buches von Robert J. Shiller, das kurz vor dem Platzen der so genannten «dot.com»-Aktienblase erschienen war und damals schon darauf hingewiesen hatte, dass die damalige Entwicklung (an den US-amerikanischen Aktienmärkten) eine spekulative Blase darstelle (Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton, New Jersey [USA] 2000).

² Private Anleger, aber auch institutionelle Investoren, man denke etwa an Pensionskassen und die Implikationen für die Vorsorge, wenn die erwartete Performance ausbleibt.

und somit uns als Juristen überhaupt zu kümmern brauchen. In diesem Zusammenhang erfolgt eine knappe Darlegung einiger Ziele des schweizerischen Finanzmarktrechts. Schliesslich wird die für das vorliegende Thema wichtige Transparenz über die so genannten Markt- oder systematischen Risiken angesprochen; ich betrachte dabei kurz die Informationspflichten der Effektenhändler sowie die Transparenzvorschriften für Anlagefonds. Der Aufsatz schliesst mit einem allgemeinen Gedanken zur Allgemeinbildung in Finanzmarktfragen.

2. Spekulative Aktienblase

Unter spekulativer (Aktien-)Blase³ versteht die Finanzmarkttheorie eine Situation, in der die «Preise kräftig ansteigen, sich von den fundamentalen Bewertungsgrundlagen wegbewegen und die Investoren in Erwartung eines Fortgangs der Hausse-Bewegung in wachsendem Ausmass irrational handeln»⁴. Die Blase implodiert im Crash oder bei starken Verlusten über eine längere Dauer im «Crash in Raten».

Burton G. Malkiel hat die Aktienblase unter der Überschrift «The Madness of the Crowds» wie folgt umschrieben:

“In their frenzy for money, market participants throw over firm foundations of value for the dubious but thrilling assumption that they too can make a killing by building castles in the air. Such thinking can, and has, enveloped entire nations. ... Unsustainable prices may persist for years, but eventually they reverse themselves. Such reversals come with the suddenness of an earthquake; and the bigger the binge, the greater the resulting hangover.”⁵

³ Blasenbildungen sind natürlich nicht auf Aktien beschränkt, sondern kommen regelmässig in allen Investitionsbereichen vor. Belege dafür leisten etwa das berühmte historische Beispiel der holländischen Tulpenmanie (siehe nachfolgend im Text) oder aber die Immobilienblase in der Schweiz Ende der Achtzigerjahre des vergangenen Jahrhunderts, in deren Zusammenhang es u.a. 1991 zum unrühmlichen Ende der Spar- und Leihkasse Thun und zur Notwendigkeit der rettenden Übernahme der Schweizerischen Volksbank durch die damalige Schweizerische Kreditanstalt kam. Als ein Beispiel einer aktuellen Blasenbildung wird die Entwicklung der Immobilienpreise in bestimmten Regionen der USA und Grossbritanniens genannt. Diese Immobilienpreisentwicklungen zeigen Phänomene, welche, wie soeben im Text ausgeführt, typisch für eine Blasenbildung sind: Das Verhältnis zwischen den Hauspreisen und dem möglichen Ertragswert (d.h. dem Mietzins, der auf dem Markt realistisch erzielt werden kann), wird immer grösser, da die Mietzinse nur mehr geringfügig ansteigen, die Immobilienpreise sich dagegen weiter in die Höhe schrauben. D.h., die Hauspreise bewegen sich von fundamentalen Bewertungsgrundlagen weg und es werden immer höhere Preise nur mehr in Erwartung eines Fortgangs der Hausse-Bewegung gezahlt.

⁴ Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, *Boemle/Gsell/Jetzer/Nyffeler/Thalmann*, Zürich 2002, 221. A.a.O wird darauf hingewiesen, dass sich spekulative Phasen selbst bei Vorherrschen rationaler Erwartungen ergeben können und dass dies «im Widerspruch zur Effizienzhypothese steht, nach welcher die Preise alle relevanten und verfügbaren Informationen enthalten».

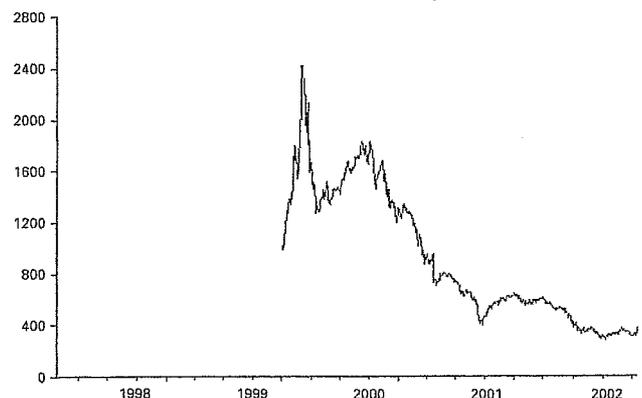
⁵ *Burton G. Malkiel*, *A Random Walk Down Wall Street*, New York und London 2003, 34 f.

Es gibt einige klassische Beispiele von Blasenbildungen in der Vergangenheit, die in der Literatur immer wieder genannt werden. Mehr kurios als aus unserer Sicht bedeutsam dürfte die berühmte holländische Tulpenmanie in den Jahren 1634–1637 gewesen sein, als für Tulpenzwiebeln im Laufe spekulativer Käufe mit der Zeit astronomische Preise gezahlt wurden.⁶ Oft beschrieben ist auch die South-Sea Bubble Anfang des 18. Jahrhunderts.⁷ Von nachhaltiger historischer Relevanz war die Aktienblase, die sich an der New Yorker Börse in den Jahren 1928 bis 1929 bildete und am «Schwarzen Donnerstag», dem 24. Oktober 1929, und den darauf folgenden Tagen barst.⁸

Die nach dem New-Economy-Crash erschiene Literatur ist sich einig: Den berühmten historischen Börsenblasen kann eine weitere hinzugefügt werden, nämlich die Entwicklung an den neuen Märkten in den Jahren 1999–2000:⁹ In den im Text wiedergegebenen Grafiken ist der Verlauf der Aktienkurse am Nasdaq (der US-amerikanischen Technologiebörse – welche allerdings nicht mit den anderen neuen Märkten vergleichbar ist und dementsprechend den geringsten Einbruch zu verzeichnen hatte), am Neuen Markt in Deutschland (NEMAX)¹⁰ sowie am Neuen Markt (New Market, SNMI) der SWX Swiss Exchange¹¹ aufgezeichnet.

Die Grafiken zeigen, dass sich die Preisentwicklung mit der Zeit offensichtlich von Fundamentaldaten abgekoppelt hatte. Diese erfolgte

Price trend SNMI PRICE (IKR), 5 years



⁶ *Malkiel* (Fn. 5) 35 ff.

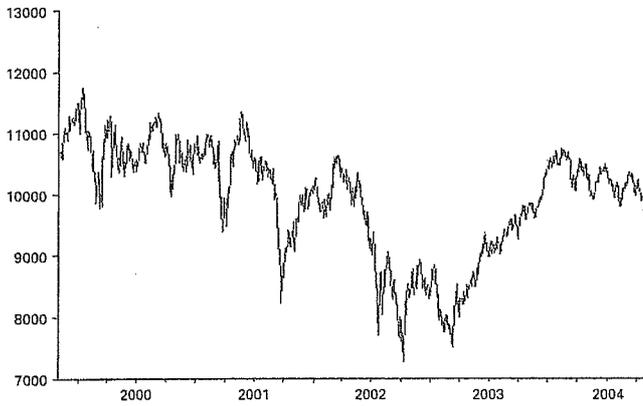
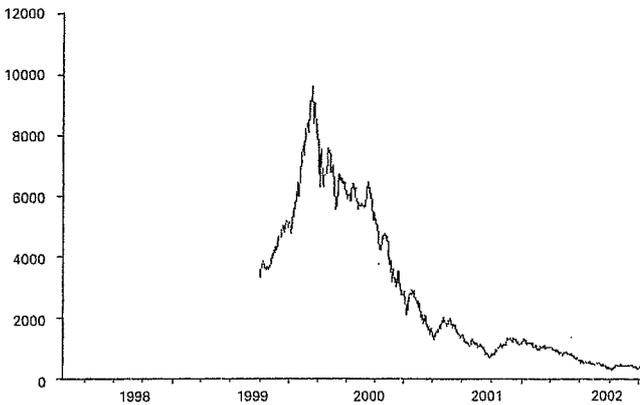
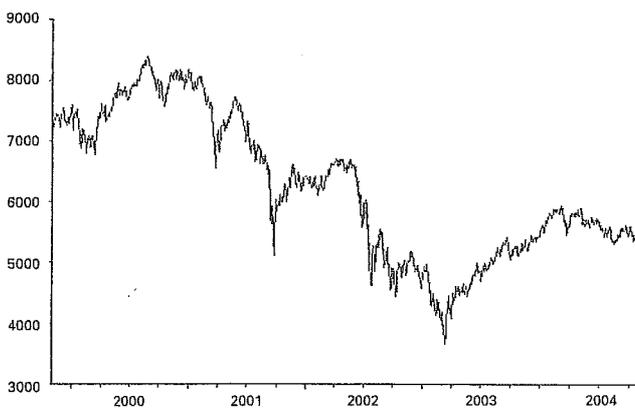
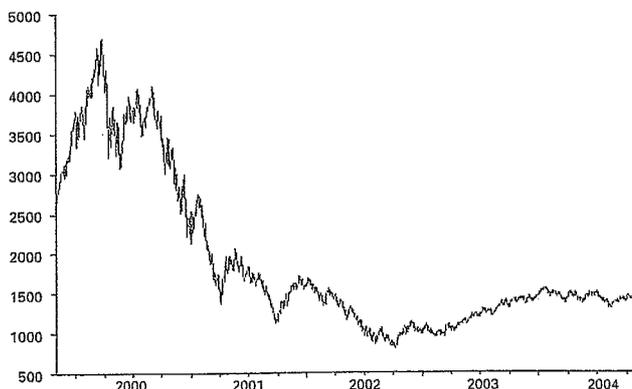
⁷ Siehe etwa bei *Louis Loss/Joel Seligman*, *Fundamentals of Securities Regulation*, New York 2001, 1 ff. m.w.H.

⁸ Eine spannende Beschreibung dieser Aktienblasen gibt *Malkiel* (Fn. 5).

⁹ *Shiller* (Fn. 1).

¹⁰ Dessen Entwicklung war nach dem Platzen der Börsenblase so unerfreulich, dass dieses Segment mittlerweile aufgehoben wurde.

¹¹ Die SWX Swiss Exchange mit Sitz in Zürich ist die bei weitem bedeutsamste Börse der Schweiz. Auch sie hat ihr Börsensegment für Jungunternehmen, den SWX New Market, aufgegeben und im November 2002 eine Neustrukturierung der Börsensegmentierung beschlossen, deren Umsetzung im Gange ist und bis im Januar 2005 abgeschlossen sein soll.

Kursverlauf DJ Industr Avg Indx (DJI), 5 Jahre**Price trend NEMAX-50 KURSINDEX (ETR), 5 years****Kursverlauf SMI unadj. for div. (EXC), 5 Jahre****Kursverlauf NASDAQ 100 Index (NMS), 5 Jahre**

ab einem bestimmten Zeitpunkt nämlich nicht mehr gestützt auf vernünftige Investitionsentscheide¹², sondern auf «Trading-Entscheide»: Man kaufte zu einem überhöhten Preis, weil man glaubte, dass in Zukunft jemand für die fragliche Aktie einen noch höheren Preis zahlen würde. «La Hausse amène la hausse.» Irgendein unbedeutender Umstand führt zu einer negativen Preiserwartung und löst damit eine Verkaufswelle aus. Es kommt zum Crash, d.h. zur Implosion der Kursblase, welche ihrerseits nun irrationale Aspekte im Sinne eines negativen Überschüssens zeigen kann. Dies, da den panikartigen und mithin in kürzester Zeit auftretenden Verkaufswellen de facto kaum mehr Kauforders gegenüberstehen, was nun die Abwärtsspiralen bewirkt. «La Baisse amène la baisse.» Diese wird dabei durch an sich rationales Verhalten noch verstärkt. So müssen z.B. Investoren, welche ihre Aktienkäufe z.T. mit Kredit finanziert haben, aufgrund des Wertverlusts der Aktien, die für den Kredit als Sicherheit verpfändet werden mussten, Positionen liquidieren, was den Verkaufsdruck noch mehr erhöht. Weiter werden in solchen Situationen institutionelle Anleger Positionen in solchen Aktien reduzieren, was zusätzlich Druck auf die Wertpapierpreise verursacht.

3. Ursachen von Blasenbildung und zu hohe Erwartungen an die Performance von Aktieninvestments

3.1 Glaube ...

a. «Irrational Expectations»

Investoren nehmen zur Bewertung ihrer Investitionen häufig die Tageskurse als Basis und beurteilen gestützt darauf, ob eine Kursanpassung nach oben oder nach unten zu erwarten sei. Die eigentliche fundamentale Bewertung des Unternehmens tritt dabei in den Hintergrund. Länger dauernde Phasen von Kursanstiegen bekräftigten die Investoren in ihrem Glauben, dass ihre «Bewertung» des Titels stimme und lediglich die täglich in den Markt einflussenden Informationen zu Kursbewegungen Anlass geben würden. Diese Annahme fällt umso leichter, wenn vergleichbare Unternehmen sich ebenfalls auf diesem Bewertungsniveau bewegen.¹³

¹² Welche u.a. auch die erwartete Price-Earnings-Ratio berücksichtigt hätte, also das Verhältnis zwischen dem Kurse einer Aktie und deren Ertragswert.

¹³ Brealey/Myers, Principles of Corporate Finance, 7. Auflage, New York 2003, 362.

Dabei hatten viele Anleger Ende der Neunzigerjahre, und haben z.T. immer noch, übertrieben hohe Erwartungen, was die zukünftige Performance von Aktien anbelangt. Der Hauptgrund dafür dürfte die einzigartig gute Entwicklung der Aktienkurse seit dem letzten Einbruch 1987 bis ins Jahr 2000 gewesen sein. In dieser Zeit stieg der Index der Aktien in der Schweiz von nominal 7004 (real 1621) auf nominal 53 798 (real 9255) Punkte.¹⁴ Eine vergleichbare hervorragende Entwicklung zeigten auch andere Aktienmärkte, z.B. diejenigen der USA.¹⁵ Die Zukunftserwartungen der Investoren waren Ende der Neunzigerjahre, und sind es zum Teil auch heute noch, von der Erfahrung dieser zuvor kaum je da gewesenen Zuwachsraten einer beinahe singulären Periode geprägt.¹⁶ Diese spezielle Erwartung – was vorher gewesen war, ist vielen Investoren nicht (mehr) präsent – wird in die Zukunft projiziert. Entsprechend erwarten auch heute noch viele Anleger, mit Aktien im Durchschnitt eine Performance von deutlich mehr als 10% pro Jahr erzielen zu können.¹⁷ Eine Erwartung, die, wie nachfolgend gezeigt werden wird, in der langfristigen historischen Wertentwicklung der Aktienkurse keine Grundlage findet.

b. Verkennen der Marktrisiken

Eine mit den übertriebenen Erwartungen direkt verknüpfte weitere Ursache für die Blasenbildung dürfte das Verkennen der systematischen oder Marktrisiken (auch nichtdiversifizierbare, unsystematische oder nichtemittentenspezifische Risiken genannt)¹⁸, insbesondere der Volatilität der Aktienkursentwicklungen insgesamt, sein. Dazu zwei Beispiele:

¹⁴ *Pictet & Cie.*, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz, Januar 2004, 4 (<http://www.pictet.com/de/home/services/sag.Par.0008.FileRef1.pdf/Shares-Update-200401-en.pdf>).

¹⁵ Realistic Rewards, *The Economist*, August 21, 2004, 64.

¹⁶ Realistic Rewards, (Fn. 15), 64: "Investors have become used to much higher returns than the range of 4.7–6.7% suggested as likely by Mr Barnes because their expectations are still coloured by the 18% average annual return of the bull market from 1982 to 2000. But those two decades of falling inflation and falling interest rates provided an exceptional, probably unique, boost to equities. The present era of low and stable inflation is good for economic growth. It is unlikely to be good, however, for financial markets or, indeed, those that rely on them for their living."

¹⁷ Statistische Angaben dazu, wie etwa Umfragen, welche Performance Investoren zu bestimmten Zeiten in Zukunft erwarten, finden sich in *Shiller* (Fn. 1) 44 ff.

¹⁸ «Unter dem Begriff Marktrisiko wird die systematische Unsicherheit bezüglich Preis, Volumen, Korrelation von und zwischen gehandelten Anlagen ... verstanden», *Thomas Bollinger*, in: Finanzmarktlexikon der Schweiz (Fn. 4), 745. Dabei wird davon ausgegangen, dass die unsystematischen, d.h. die Risiken, die nur mit dem Emittenten der fraglichen Titel zusammenhängen (z.B. Konkurs infolge Schadenersatzklage), durch Diversifikation eliminiert worden sind. Da ein rational handelnder Investor seine Anlagen diversifiziert, ist für ihn das Marktrisiko (also dass ein bestimmter Markt generell Verluste aufweist, wie z.B. zwischen 2000 und 2002 geschehen) das grösste Anlagerisiko.

- Im Sommer 1998 titelte eine grosse Schweizer Tageszeitung: «Besitzen Sie genügend Aktien?» und empfahl einem Ehepaar von 45 Jahren, das mit 60 Jahren in den Ruhestand gehen will und inkl. 2. Säule über ein Vermögen von gerade 0,5 Mio. verfügt, davon 290 000 Fr. in Aktien zu investieren. Auch die «künftigen Ersparnisse seien regelmässig in Aktien(fonds) [zu] investieren». Dies mit der Begründung, dass Aktien über 15 Jahre mit «realistischen 9% Rendite» glänzen würden.
- Beim Abschluss von Vermögensverwaltungsverträgen muss der Vermögensverwalter zusammen mit seinem Kunden festlegen, welches Anlageprofil dieser hat, woraus sich dann die Anlagestrategie ableitet. In der Praxis werden dabei für gewöhnliche Vermögensverwaltungsmandate etwa drei bis vier Kategorien gebildet. Bei der konservativsten Strategie wird nur in festverzinsliche Anlagen (Obligationen, Geldmarktinstrumente) investiert, bei der Strategie mit dem höchsten Rendite-Risiko-Profil dagegen nur in Aktien. Als ein Kriterium, welches bei der Wahl der passenden Strategie beigezogen wird, stellen Vermögensverwalter auf die Haltedauer ab. Noch vor nicht langer Zeit wurde dabei nicht selten davon ausgegangen, dass Gelder, welche vom Investor für zehn Jahre voraussichtlich nicht benötigt würden, ausschliesslich in Aktien investiert werden könnten.

Die Überzeugung, die hier zum Ausdruck kommt, ist symptomatisch für die von *Henry T.C. Hu* mit «Investor Religion»¹⁹ bezeichnete Vorstellung: Viele Anleger, auch professionelle, glaub(t)en, dass durch Zeitdiversifikation, d.h. eine Haltedauer eines gut diversifizierten Aktienportefolles von etwa 10 Jahren, das Verlustrisiko eliminiert werden kann, weil die Volatilität (Risiko von positiven und negativen Kursausschlägen) sich über lange Sicht auf einen Mittelwert einpendelt. Wie nachfolgend gezeigt werden wird, stimmt dies oftmals, aber eben nicht immer: "Where did people get the idea that, if there is ever a crash, the market is sure to rise to past levels within a couple of years or so? History certainly does not suggest this. ... But these examples of persistent bad performance in the stock market are not prominent in the public mind."²⁰

¹⁹ *Henry T.C. Hu*, Faith and Magic: Investor Beliefs and Government Neutrality, 78 *Texas Law Review* 777 (2000), 778–894.

²⁰ *Shiller* (Fn. 1) 48 mit gleichem Befund wie hier für die Schweiz für die USA.

3.2 ... und Wirklichkeit

Aus einer bekannten Studie der Bank Pictet & Cie.²¹ folgt zum einen, dass langfristig die Performance von Aktien jene der Obligationen tatsächlich massiv übersteigt. Die Studie zeigt zum anderen aber auch wichtige Fakten, die von vielen Investoren, auch professionellen, nicht bedacht oder verdrängt werden:

Die annualisierte reale, d.h. inflationsbereinigte, Performance von Schweizer Aktien von 1926 bis 2003 betrug 5,48%.²² Nominal entspricht dies einer guten Performance von 7,91% (im Vergleich die Obligationen-Performance: 2,20% [real] bzw. 4,55% [nominal]).

Die genannte Performance lässt sich dabei jedoch nur unter Inkaufnahme einer zum Teil beträchtlichen Volatilität erzielen: Es gab immer wieder z.T. massive Rückschläge. So fielen gemäss der Studie von *Pictet & Cie.* z.B. die Aktienkurse von 1961 bis 1966 real um 48%, von 1972 bis 1974 um 55,5%. Oder wie aus der abgebildeten Grafik des SMI hervorgeht, korrigierte sich dieser Index der wichtigsten Schweizer Aktien von seinem Höchststand im Jahr 2000 von rund 8400 Punkten innerhalb von etwa zweieinhalb Jahren (erstes Quartal 2003) auf rund 3700 Punkte, was einem Rückgang von 56% entspricht. Dabei konnten Phasen mit negativer oder neutraler Performance zum Teil sehr lange dauern:

- Bei einem Einstieg in Schweizer Aktien im Jahr 1961 war über 24 Jahre hinweg keine reale Wertzunahme zu verzeichnen, sondern ein Verlust von 9%. Mit Ausnahme der Jahre 1968, 1969 sowie 1972 wäre in dieser Periode ein Ausstieg immer nur unter Inkaufnahme von deutlichen Verlusten möglich gewesen.²³
- Auch in den USA gab es selbst bei einer siebenjährigen Haltedauer Phasen, in welchen ein Aktienengagement einen realen Wertzuwachs von 0 verzeichnete. Am 1. Dezember 1964 stand der Dow Jones Industrial Average unter Verwendung inflationsadjustierter Zahlen bei 874.12. Immerhin 17 Jahre später, am 31. Dezember 1981, notierte er bei 875 (inflationsadjustierte Wertzunahme von null).
- Ein noch drastischeres Beispiel ist die Kursentwicklung der japanischen Standardwerte, mithin den Aktien derjenigen Wirtschaft, die noch in den Achtzigerjahren Kultstatus besass: Der

Nikkei 225 stand am 29. Dezember 1989 bei 38 915 Punkten. Heute, Ende Oktober 2004, also rund 15 Jahre später, steht der Nikkei 225 bei rund 10 700 Punkten. Vom heutigen Niveau aus betrachtet ist damit ein Kursanstieg von ca. 363% nötig, damit wieder der Rekordstand erreicht würde.

Im Zusammenhang mit diesen Beispielen ist interessant, wie manchmal die mathematische Binsenwahrheit übersehen wird, dass ein Verlust von z.B. 50% einen Kursanstieg von 100% voraussetzt, um das ursprüngliche Niveau wieder zu erreichen.

Diese Beispiele zeigen, dass mitunter auch bei Haltedauern von deutlich mehr als zehn Jahren bei Aktieninvestments mit substanziellen Verlusten gerechnet werden muss. Dabei ist noch zu beachten, dass die meisten Studien zur Performance von Aktien nur eine relativ kurze Zeitperiode von in der Untersuchungsphase insgesamt prosperierenden Volkswirtschaften abdecken, nämlich schwergewichtig die Aktienpreisentwicklung im 20. Jahrhundert der Industrienationen. Dies schwächt natürlich die statistische Aussagekraft der genannten Daten ebenso wie der Umstand, dass alle Untersuchungszeiträume nur wenige *nicht* überlappende Zehnjahresperioden aufweisen, welche für die Statistik herangezogen werden können.²⁴

4. «So what?» – oder: Kommt dem Finanzmarktrecht im Zusammenhang mit der Bildung von Aktienblasen überhaupt eine Bedeutung zu?

4.1 Aufgabe des Finanzmarkt- bzw. Kapitalmarktrechts

- a. *Aktienblasen als unerwünschtes Phänomen auch aus der Sicht des Rechts*

Spekulative Blasenbildung ist – man denke an die Weltwirtschaftskrise²⁵ – volkswirtschaftlich unerwünscht: Vordergründig ist zwar der Börsenkrach mit der inhärenten Wertvernichtung das Negative. Da er indessen nur unausweichliche Konsequenz der Blasenbildung ist, gilt es, diese zu vermeiden. Dies auch deshalb, da die Blasenbildung gesamtwirtschaftlich betrachtet eine *Fehlallokation* von Kapital bewirkt. Das Platzen der Blase bzw. die damit für die investierten Anleger verbundenen Ver-

²¹ *Pictet & Cie.*, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2003), Januar 2004 (Fn. 14).

²² *Pictet & Cie.*, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2003), Januar 2004 (Fn. 14) Tabelle 2.

²³ Siehe die Datenreihe bei *Pictet & Cie.*, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2003), Januar 2004 (Fn. 14), Tabelle 3.

²⁴ Dies gilt umso mehr für nicht überlappende Zwanzigjahresperioden, vgl. dazu *Shiller* (Fn. 1) 194.

²⁵ Die Weltwirtschaftskrise gilt als durch die Börsenkrise in den USA von 1929 mitverursacht, siehe vorne unter 2.

mögenseinbussen führen im Weiteren zu u.U. lange andauerndem Vertrauensverlust und damit zur Abwesenheit von Sparern an den Aktienmärkten generell oder an bestimmten Segmenten derselben, was gerade die Geschichte des deutschen Neuen Marktes auf das Treffendste belegt.²⁶ Der Kapitalmarkt²⁷ kann dadurch seine volkswirtschaftlich wichtige Funktion der mittel- bis langfristigen Finanzierung der Realwirtschaft nicht mehr einwandfrei erfüllen.²⁸

Dass solche Funktionsstörungen das System Recht betreffen, folgt bereits aus der Bundesverfassung. Der im Finanzmarktbereich zur Legiferierung verpflichtete Bund (s. Art. 98 Abs. 1 sowie Art. 99 Abs. 2 BV, bezüglich der Nationalbank allerdings mit dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität) muss gemäss Art. 94 Abs. 2 BV die *Interessen der schweizerischen Gesamtwirtschaft wahren* und zur *wirtschaftlichen Sicherheit* der Bevölkerung beitragen. Im Zusammenhang mit dem vorliegenden Thema ist zur Umsetzung dieses Ziels auch das Kapitalmarktrecht angesprochen.²⁹ Denn die wirtschaftliche Gefahrenabwehr ist ein Bezugspunkt der Legiferierung im Bereich des Banken- und Börsenwesens.

b. *Systemschutz-Funktion des Finanzmarkt- bzw. Kapitalmarktrechts*

Entsprechend der vorne in Fn. 27 gegebenen Definition des Kapitalmarkts wird unter dem Begriff Kapitalmarktrecht die Gesamtheit der Normen verstanden, welche «die Emission (Primärmarkt) und den anschliessenden Handel (Sekundärmarkt) von fungiblen Anlageinstrumenten regeln, um den Individualschutz der Kapitalanleger und den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten».³⁰ Der Begriff des *Finanzmarktrechts* wird heute oft als Synonym des Kapitalmarktrechts verwendet; berücksichtigt man, dass der Markt für kurzfristige Anlagen (Geldmarkt), aber auch die Derivatmärkte gemeinhin vom Kapitalmarkt (Markt für mittel- und langfristige Anlagen) unterschieden werden, wäre es indessen sachgerecht, den Begriff Finanzmarktrecht als umfassenden Oberbegriff zu verwenden. In der Schweiz hat insbesondere Nobel den Begriff des Finanzmarktrechts geprägt und in einem umfassenden Sinne verwendet, welcher neben dem Kapitalmarktrecht u.a. auch die Regulierung der Finanzmarktintermediäre bezogen auf ihre gesamte Tätigkeit³¹ mitumfasst (Aufsichtsrecht).³²

Regelungsziele des Kapitalmarkt- oder eben Finanzmarktrechts sind der Anlegerschutz und der Funktionsschutz.³³ Mit dem Anlegerschutz ist der Individualschutz angesprochen, d.h. der Schutz der Anleger im Falle des BankG bzw. der Anleger (Aktionäre, Obligationäre, Fondsanteilsnehmer) im Falle des BEHG (und der kapitalmarktrelevanten Normen des Aktienrechts, z.B. Prospektpflicht). Mit dem Funktionsschutz wird die Sicherstellung der effizienten Funktionsweise des Finanz- und Kapitalmarkts bezweckt. Diesen Funktionsschutz hatten die EBK und das Bundesgericht bereits vor Inkrafttreten des BEHG in ihrer extensiven Praxis unter dem Bankengesetz aus dem bankrechtlichen Einlegerschutz abgeleitet und positiv-rechtlich auf die Verpflichtung der Bank zur Gewähr einwandfreier Geschäftstätigkeit gemäss Art. 3

²⁶ Anfänglich schienen sich die Erwartungen zu erfüllen, dass auch in Deutschland Investments in Aktien endlich von einem breiteren Publikum als Anlagemöglichkeit wahrgenommen würden; durch die unrühmliche Entwicklung des neuen Marktes scheint nun wieder eine grosse Zahl von Anlegern das Interesse an Aktienengagements verloren zu haben.

²⁷ Unter Kapitalmarkt wird der Markt für die mittel- und langfristige Geldaufnahme und -anlage verstanden, *Zobl/Kramer*, Schweiz. Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 1. Eine gängige Terminologie unterscheidet zwischen Primärmarkt und Sekundärmarkt, worauf hier hingewiesen wird, da mit dem Begriff der emittentenspezifischen oder Primärtransparenz zusammenhängend: Primärmarkt ist der Markt, auf dem die Kapital suchenden Unternehmen mittels Emissionen Geld von den Anlegern erhalten, in diesem Sinn führt der Primärmarkt «zu einer Erhöhung des Gesamtbestandes an Effekten» (*Zobl/Kramer*, N 7). Sekundärmarkt ist dagegen derjenige Markt, auf dem bereits (auf dem Primärmarkt) emittierte Effekten gehandelt werden; auf dem Sekundärmarkt findet nur noch eine Umverteilung der Effekten statt, nicht aber eine Erhöhung von deren Gesamtbestand (s. *Zobl/Kramer*, N 7 ff.).

²⁸ *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Auflage München 1997, § 1, N 24–26, erwähnen drei Aspekte funktionsfähiger Kapitalmärkte: die Allokationseffizienz, welche sicherstellen soll, dass anlagefähiges Kapital dorthin fliesst, «wo es am dringendsten und erfolgsversprechendsten benötigt wird». Zweitens die operationale Effizienz, welche die Minimierung bzw. optimale Verteilung der mit der Kapitalallokation verbundenen Kosten betrifft, wobei es sich dabei nicht nur um die Kosten des Primär-, sondern auch des Sekundärmarktes handelt. Drittens die wichtige institutionelle Effizienz, welche das Vertrauen der Investoren in die Stabilität und Integrität des Kapitalmarktes betrifft, zu welcher nebst der Allokationseffizienz und der operationalen Effizienz unter anderem die Sicherstellung einer genügenden Zahl an Investoren und an Volumen von anzulegendem und anlageseuchendem Kapital zu zählen ist.

²⁹ Auf die wichtige Rolle der Nationalbank im Zusammenhang mit dem Phänomen der Börsenblasen soll hier nicht eingegangen werden.

³⁰ *Zobl/Kramer* (Fn. 27) § 1 N 19, *Klaus J. Hopt* folgend.

³¹ Und mithin auch die Tätigkeit im Bereich des Finanzmarkts, also der kurzfristigen Geldanlage, abdeckt.

³² *Peter Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Einführung und Überblick, 2. A. Bern 2004, § 1 N 28 f. Wie aus den in diesem Werk behandelten Materien hervorgeht, zählt *Nobel* zum Finanzmarktrecht – neben internationalen Themenbereichen – die Regulierung der Aufsichtsbehörden, der Schweizerischen Nationalbank, des Währungssystems, die Bankaufsicht, die Regulierung der Effektenhändler und der Börsen, die Regulierung der Emittenten und das Übernahmerecht (dieses wird oft auch als Publikums- oder Börsengesellschaftsrecht bezeichnet), die Anlagefondsgesetzgebung, die Versicherungsaufsicht, das Pfandbriefwesen sowie die finanzmarktrechtlich relevanten Strafnormen des StGB (insbes. Insiderstrafnorm und Kursmanipulation) sowie die diesbezügliche Rechtshilfe.

³³ Statt vieler so etwa *Zobl/Kramer* (Fn. 27) § 2 N 24.

Abs. 2 lit.c BankG abgestützt.³⁴ In Art. 1 des BEHG ist der Funktionsschutz nun explizit als Gesetzeszweck genannt (nebst den Zwecken, für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen, welche letztlich nichts anderes als Unterziele oder Konkretisierungen des Anlegerschutzzieles, aber auch des Funktionsschutzes,³⁵ sind)³⁶. Art. 1 AFG – das voraussichtlich 2006/07 durch das neue Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) abgelöst werden wird³⁷ – nennt als Gesetzeszweck den Schutz des Anlegers. Aufgrund der Tätigkeit im Finanzbereich, welche letztlich für die EBK massgebende Leitlinie im Zusammenhang mit ihrer Praxis zum Funktionsschutz ist³⁸, besteht indessen kein Zweifel daran, dass der Funktionsschutz Ziel auch des Anlagerechts ist. Dies umso mehr, als dieses – anders als das BankG – nicht nur das Finanzdienstleistungsinstitut als solches reguliert, sondern zusätzlich noch die von diesem öffentlich vertriebenen Produkte (Produktaufsicht), und damit den Bereich mit den intensivsten regulatorischen Eingriffen in die wirtschaftliche Tätigkeit eines Finanzintermediärs darstellt.³⁹

In ihrer neuesten Praxis haben EBK und Bundesgericht den Funktionsschutz um ein weiteres Ziel, nämlich den Reputationsschutz, erweitert. Bei Lichte betrachtet scheint indessen Reputationsschutz letztlich nur eine – allerdings von ihren Auswirkungen her sehr weitgehende – Konkretisierung des Funktionsschutzes darzustellen, kann doch das Funktionieren der Finanzmärkte durch reputationsschädigende Handlungen von wirtschaftlich bedeutenden Marktteilnehmern beeinträchtigt werden.⁴⁰ Im Einzelnen verknüpft das

Bundesgericht in seiner neuen Praxis die Gewähr einwandfreier Geschäftstätigkeit mit der «Vertrauenswürdigkeit» einer Bank.⁴¹ Letztere wird auch an der Wahrnehmung des Verhaltens der Bank durch Dritte gemessen: «Die Vertrauenswürdigkeit einer Bank kann nicht losgelöst davon beurteilt werden, wie bestimmte Verhaltensweisen in der Öffentlichkeit beurteilt werden, da Vertrauen immer eine Wechselwirkung zwischen denjenigen, die vertrauen, und denjenigen, welchen vertraut wird, voraussetzt. Wie die Erfahrungen der letzten Jahre gezeigt haben, kann eine Bank unter Umständen auch unabhängig davon, ob sie rechtswidrig gehandelt hat, in der Öffentlichkeit als nicht vertrauenswürdig beurteilt werden.»⁴²

Fazit: Es ist *Aufgabe* des Rechts, Beeinträchtigungen der volkswirtschaftlichen Entwicklung und Funktionsstörungen der Effektenmärkte soweit möglich zu verhindern, mithin Systemschutz zu betreiben. Damit ist die Frage legitimiert, ob es rechtliche Mittel gibt, die die Bildung einer Aktienblase erschweren könnten. Ich konzentriere mich dabei auf Ursachen aus dem Anwendungsbereich des Kapitalmarktrechts im engeren Sinne und gehe nicht auf allfällige Aufgaben der Notenbank in Anbetracht einer sich bildenden Börsenblase ein.⁴³

Vor dem Hintergrund dieser Ziele des Finanzmarktrechts können mögliche rechtliche Mittel, mit welchen dieser Rechtsbereich zur Vermeidung von spekulativen Blasenbildungen beitra-

³⁴ Vgl. etwa EBK-Bulletin 40/2000, S. 58 f., so bereits in EBK-Jahresbericht 1989, 43 f.

³⁵ Funktionsschutz und Anlegerschutz sind untrennbar miteinander verknüpft – was bereits daraus folgt, dass die EBK und das Bundesgericht noch vor Inkrafttreten des BEHG aus dem bankengesetzlichen Einlegerschutzziel zu Recht auch den Funktionsschutz abgeleitet hatten: Werden nämlich Anleger und Einleger geschädigt, verlieren diese das Vertrauen in das Funktionieren der Finanzmärkte, was unmittelbar deren Funktionsfähigkeit drastisch beeinträchtigen kann. Ein klassisches Beispiel dafür ist ein Liquiditätsengpass bei einer Bank, welcher die kurzfristige Befriedigung von Geldrückzügen verunmöglicht; daraus werden auch andere Kunden der Bank – in casu zunächst nur zu Unrecht – schliessen, ihre Einlagen seien in Gefahr, was dann zu einem eigentlichen Bank Run führen kann.

³⁶ Auch *Zobl/Kramer* (Fn. 27) § 2 N 61 ff., bezeichnen die in Art. 1 BEHG genannten Transparenz- und Gleichbehandlungsgebote als «konkretisierende Zielsetzungen des Anleger- und des Funktionsschutzes».

³⁷ Vgl. dazu ausführlicher hinten Fn. 67.

³⁸ Vgl. etwa *Alois Rimle*, Recht des schweizerischen Finanzmarktes, Ein Grundriss für die Praxis, Zürich 2004, 9.

³⁹ Was dies konkret bedeutet, siehe nachfolgend 4.3b.

⁴⁰ Der Fall Behring dürfte ein Beispiel dafür sein, dass punktuelle reputationsschädigende Ereignisse, zumal wenn sie nicht bedeutende Institute betreffen, keinerlei Einfluss auf die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes haben. Es bedürfte wohl einer Vielzahl solcher Fälle, bis bei in- und ausländischem Publikum ein Vertrauensverlust bezüglich der Qualität des schweizerischen Finanzmarktes eintreten würde.

⁴¹ Diese in der Lehre z.T. kritisierte Auffassung (vgl. etwa *Rhinow/Bayerdörfer*, Rechtsfragen der schweizerischen Bankenaufsicht. Die Aufsichtsbefugnisse der Bankenkommision im Rahmen der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit, Basel/Frankfurt a.M. 1990, Rz. 123 ff.; eher kritisch auch *Bodmer/Kleiner/Lutz*, Kommentar zum schweizerischen Bankengesetz, Zürich 2000 [bzw. Publikationsjahr der betreffenden Nachlieferung], Art. 3 N 95) stellt das BankG nebst dem Gläubigerschutz auch in den Dienst des Funktionsschutzes des Finanzplatzes Schweiz, dies, da «der Verlust der Vertrauenswürdigkeit über kurz oder lang die wirtschaftliche Substanz der Banken und damit auch die Rechte der Gläubiger tangieren würde» (BGer.-Urteil 2A.230/1999 vom 2.2.2000 Erw. 5.a). Daraus wird – wohl zu Recht – abgeleitet, dass Verhaltensweisen, welche die «Vertrauenswürdigkeit der Banken und des Finanzplatzes Schweiz» gefährden, Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG verletzen (BGer. – Urteil 2A.230/1999 vom 2.2.2000 Erw. 5.a).

⁴² BGer.-Urteil 2A.230/1999 vom 2.2.2000 Erw. 5.b). Das BGer., a.a.O., hält es dabei für notwendig, die Selbstverständlichkeit zu betonen, dies bedeute «freilich nicht, dass das Verhalten einer Bank immer schon dann aufsichtsrechtlich unzulässig wäre, wenn im Nachhinein gewissen Medien oder Kreise der Bank Vorwürfe machen, könnte doch sonst potentiell jegliche Banktätigkeit als unzulässig betrachtet werden.»

⁴³ Ziel der Notenbank- oder Geldpolitik war es unter dem alten Nationalbankgesetz vom 23. Dezember 1953 und ist es unter dem total revidierten, seit 1. Mai 2004 in Kraft stehenden Nationalbankgesetz vom 3. Oktober 2003, durch Steuerung von Zinssätzen und der Geldmenge Preisstabilität zu wahren und damit zu einem ausgeglichen Realwachstum beizutragen. Zudem soll die Nationalbank ihren Beitrag zur Systemstabilität (Stabilität des Finanzsystems) leisten; vgl. dazu *Klauser*, in: Finanzmarktlexikon (Fn. 4) 783 f.

gen könnte, nur bestimmt werden, wenn deren rechtstatsächliche Ursachen identifiziert sind. Deshalb habe ich unter 3.1 einige Phänomene, die vermutlich zu solcher Blasenbildung beitragen, zu beschreiben versucht. Es versteht sich dabei aber von selbst, dass dies keine umfassende Aufzählung solcher Erscheinungen ist und eine sichere Identifikation der Ursachen von spekulativen Blasenbildungen nicht in die Kompetenz eines *Juristen* fällt.

4.2 Fragestellung

Soweit es um die Hauptursachen geht, nämlich die *übertriebenen Erwartungen an die zukünftige Entwicklung der Aktienmärkte*, d.h. deren Performance, und das *Verkennen der auch mit gewöhnlichen Aktienanlagen verbundenen Risiken* – «investing is a risky business!» –, ist die aus *Gründen des Systemschutzes verlangte Transparenz* angesprochen. Insbesondere fragt sich, ob Transparenz bezüglich der systematischen Risiken in ausreichender Qualität vorhanden ist. Darauf soll nachfolgend anhand dreier Beispiele aus dem Bereich der Informationspflichten der Effekthändler und der Prospektanforderungen bei bestimmten Kapitalmarktprodukten eingegangen werden.

4.3 Transparenz über systematische (nicht emittenten-spezifische) Risiken?

a. Informationspflicht der Effekthändler/Banken

Gemäss Legaldefinition von Art. 2 lit. d BEHG sind Effekthändler «natürliche und juristische Personen, die gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten». Mit dem Inkrafttreten des BEHG wurde das Effekthandelsgeschäft, das bislang z.T. unter die Aufsicht im Rahmen des BankG fiel, einer ausführlichen, spezialgesetzlichen Regulierung unterworfen.⁴⁴ Das führt dazu, dass jedes als Universalbank tätige Institut sowohl über eine Bank- als auch eine Effekthändlerbewilligung verfügen muss. Von Bedeutung ist dabei in vorliegendem Zusammenhang, dass mit dem BEHG, moderne Steuerungsmechanismen des Kapitalmarktrechts, insbesondere das Kon-

zept des Funktionsschutzes (vgl. Art. 1 zweiter Satz BEHG) u.a. qua Transparenz und Publizität⁴⁵ zu gesetzlich verankerten, wichtigen aufsichtsrechtlichen Grundlagen der Finanzmarktregulierung geworden sind.⁴⁶

Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG statuiert eine Informationspflicht des Effekthändlers gegenüber seinem Kunden, wobei präzisiert wird, dass der Kunde «insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken» hinzuweisen sei. Gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHG sind bei der Erfüllung dieser Informationspflicht die «Geschäftserfahrung» und die «fachlichen Kenntnisse» des Investors zu berücksichtigen⁴⁷. Indem Art. 11. Abs. 1 lit. a BEHG statuiert, dass nur über die mit Geschäften in bestimmten Typen von Effekten verbundenen Risiken aufzuklären ist, nicht aber über die Risiken eines konkreten Geschäfts bzw. eines einzelnen Titels, wird gerade – zu Recht! – die Transparenz über die typischen Marktrisiken, z.B. von Aktien, angesprochen. Es geht dabei mithin um diejenigen Risiken, die bezogen auf eine bestimmte Effektenart (Aktien, Obligationen) nicht durch Titeldiversifikation eliminierbar sind.⁴⁸ Mit dieser Beschränkung auf die Aufklärung über die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken ist jedoch nach dem klar feststellbaren Willen des Gesetzgebers nicht gemeint, dass nur noch generell z.B. über die Risiken von Investitionen in Obligationen oder

⁴⁵ Zur Informationseffizienz und ihrem Zusammenhang mit Allokationseffizienz auf den Kapitalmärkten siehe *Markus Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, 349 ff.

⁴⁶ Vgl. dazu *Sandro Abegglen*, Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen – Interessenkonflikte und Chinese Walls bei Banken und Wertpapierhäusern – Privatrecht und Finanzmarktrecht, Bern 2004, 301 ff.

⁴⁷ Von dieser Informationspflicht sind gemäss dem Gesetzeswortlaut «Effekthändler» im Sinne des BEHG erfasst. Effekthändler sind definiert als Personen, die «gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten» (Art. 2 lit. d BEHG). Daraus folgt, dass Personen, welche nicht als Effekthändler im Sinne dieser Bestimmung zu qualifizieren sind und demzufolge auch keiner Pflicht zur Bewilligung durch die Eidgenössische Bankenkommision unterliegen, die Informationspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG nicht zu erfüllen haben. Damit ist indessen natürlich nicht gesagt, dass solche Personen nicht aus anderem Rechtsgrund gegenüber ihren Kunden Informations- und Aufklärungspflichten hätten; hingegen folgt daraus, dass bei solchen nichtbewilligungspflichtigen Finanzintermediären anders als bei Effekthändlern keine dauernde Überwachung der Einhaltung dieser Verhaltenspflicht durch die Bewilligungsbehörde erfolgt. Eine solche Kontrolle der Einhaltung der Verhaltenspflichten gemäss Art. 11 BEHG erfolgt bei Effekthändlern, da diese Bewilligungsvoraussetzungen sind, welche dauernd erfüllt sein müssen (vgl. *Hertig/Schuppieler*, Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, *Vogt/Watter* [Hrsg.], Zürich 1999, Art. 11 N 2 und 18).

⁴⁸ In der parlamentarischen Beratung von Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG war stark umstritten, ob die Informationspflicht nun die Risiken eines konkreten Geschäfts mitumfassen müsse, vgl. dazu ausführlich *Sandro Abegglen*, Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft, Bern 1995, 33 ff.

Aktien aufzuklären sei, sondern es muss über die Risiken von *bestimmten* Obligationentypen, z.B. Junkbonds, aufgeklärt werden.⁴⁹ Als weiteres Beispiel wird in der Literatur etwa darauf hingewiesen, dass bezogen auf Aktien die Informationspflicht unterschiedlich sein müsse, je nachdem, ob es um Aktien von schweizerischen «Blue Chips» oder um Aktien von Emittenten geht, die in Emerging Markets inkorporiert bzw. tätig sind.⁵⁰

Aufschlussreich zur Frage des Umfangs der Informationspflicht ist die Konkretisierung in den von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effektenhandels» vom 22.1.1997 samt dem dazugehörigen Dokument «Besondere Risiken im Effektenhandel» vom 3.9.2001. Gemäss RZ 6 der Verhaltensregeln für Effekthändler 1997 gehören bei Aktien-, Obligationen- und Anlagefondsanteilen die allgemeinen Marktrisiken solcher Anlagen zu den üblichen Risiken, die als bekannt vorausgesetzt werden. Gemäss Art. 3 Abs. 2 Verhaltensregeln für Effekthändler 1997 darf ein Effekthändler bei diesen Risiken davon ausgehen, dass sie jeder Kunde kennt, weshalb im Normalfall eine Informationspflicht entfällt. Dementsprechend wird in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel» vom 3.9.2001 nicht weiter auf die allgemeinen Marktrisiken von Aktien-, Obligationen- und Fondsanteilen eingegangen, mit Ausnahme von RZ 13, wo als Beispiel eines Risikos solcher Anlagen die Zahlungsunfähigkeit eines Emittenten genannt wird. Eine generelle Information über die – wie gesehen – erheblichen systematischen oder Marktrisiken, die auch mit solchen Anlagen verbunden sind, erfolgt jedoch nicht. Die genannte Broschüre über besondere Risiken im Effektenhandel hat Mustercharakter für die standardisierte, schriftliche Risikoauflklärungsbroschüre, welche üblicherweise vor Tätigung von Effekttentransaktionen jedem Kunden in Schriftform seitens seiner Bank abgegeben wird. Da sich unter diesen Kunden natürlich auch solche befinden können, welche die allgemeinen Marktrisiken von Aktien (oder Obligationen) effektiv nicht kennen, sollte im Hinblick auf die Erfüllung von Art. 11 Abs. 2 BEHG (Berücksichtigung der Geschäftserfahrung und fachlichen Kenntnisse der Kunden) in der standardisierten Aufklärung vorsichtshalber von bloss minimalen Risikokenntnissen ausgegangen werden. Denn einem effektiv ahnungslosen Kunden könnte es gelingen, bei Nachweis seiner diesbe-

züglichen Unkenntnis einen Anspruch aus Verletzung der Aufklärungspflichten geltend zu machen.⁵¹

Als *Fazit* lässt sich mithin festhalten, dass Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG zwar grundsätzlich auch eine Pflicht zur Information über die allgemeinen Marktrisiken von Aktien statuiert, diese Pflicht in der Regel jedoch *nicht aktuell* werden dürfte, da diese allgemeinen Marktrisiken als allgemein bekannt vorausgesetzt werden können, weshalb darüber gestützt auf Art. 11 Abs. 2 BEHG nicht speziell aufzuklären ist. Aus Vorsichtsgründen ist zu beachten, dass die Kenntnis dieser systematischen Risiken nur eine Vermutung darstellt, welche im Einzelfall durch einen entsprechenden unwissenden Anleger allenfalls widerlegt werden könnte. Aus diesem Grund dürfte im Interesse der Banken und Effekthändler und natürlich auch des anlagesuchenden Publikums sein, wenn auf die systematischen Risiken, welche vorne anhand statistischer Daten aufgezeigt wurden⁵², in Anbetracht ihrer sehr grossen Relevanz für die langfristige Wertentwicklung der Anlagen klarer als momentan der Fall hingewiesen würde. Dies ist im Übrigen aus der Sicht der Banken betrachtet auch ein Ansatz, um zu verhindern, dass Anleger die Leistungen ihrer Bank bzw. ihres Vermögensverwalters zu Unrecht als unzureichend einstufen⁵³, weil sie (in Anbetracht der letzten allgemeinen Marktkorrektur: *immer noch*) irrtümlich glauben, dass man mittels Aktienanlagen über lange Sicht – unter Inkaufnahme limitierter Risiken – ganz leicht eine jährliche Traum-Performance im zweistelligen Prozentbereich erwirtschaften könne, so wie dies in den absoluten Ausnahmejahren von ca. 1988 bis 2000 tatsächlich der Fall gewesen war.⁵⁴

⁵¹ Vgl. Verhaltensregeln für Effekthändler 1997, RZ 7, wonach die Kenntnis des Kunden der üblichen Risiken nur eine Vermutung darstellt. An dieser Stelle soll nicht auf die Frage eingegangen werden, inwiefern die Verhaltensregeln für Effekthändler 1997 bei der Interpretation von Art. 11 BEHG relevant sind; indessen dürfte unbestritten sein, dass ihnen unter anderem aufgrund ihrer Genehmigung durch die EBK und ihrer Bezeichnung als Mindeststandard, der von den Revisionsstellen der Effekthändler zu kontrollieren ist, faktisch eine grosse Bedeutung zukommt.

⁵² Vorne 3.2.

⁵³ Mit den bekannten Folgen, wozu u.a. auch gehören kann, dass die Kundschaft nach dem Prinzip «Die Rendite mir, das Risiko dir» die Bank wegen in Tat und Wahrheit nicht Schaden relevanter Fehler zwecks Kompensation der Kursverluste belangen will, vgl. dazu Sandro Abegglen, Die Vermögensverwaltung durch die Bank – konfliktträchtigste Bereiche und ihre Bewältigung, unter besonderer Berücksichtigung von Kunden-Direktorders, SZW 2001, 179 ff.

⁵⁴ Anlegern, welche am Aussagewert der vorne dargelegten Zahlenreihen zweifeln, könnte die Frage gestellt werden, wie sie eine langfristige Performance im zweistelligen Prozentbereich mit der langfristigen Wachstumsrate der Unternehmensgewinne oder auch des Sozialprodukts, die im unteren einstelligen Prozentbereich liegt, in Einklang bringen können. Ein Aggregatteil kann nämlich nicht dauerhaft schneller zunehmen als das Gesamt-aggregat, ohne dass sich gewisse grundlegende mathematische Probleme ergeben ...

⁴⁹ Vgl. zu den parlamentarischen Beratungen Abegglen (Fn. 48) 33 ff.; vgl. zum Umfang der Informationspflicht auch etwa Hertig/Schuppiser (Fn. 47), Art. 11 N 55 ff.

⁵⁰ Hertig/Schuppiser (Fn. 47), Art. 11 N 58.

b. *Transparenz über Marktrisiken bei Anlagefonds*

Das Gesetz definiert (schweizerische) Anlagefonds als «Vermögen, [die] aufgrund öffentlicher Werbung von den Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung in der Regel nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet» werden⁵⁵, und zwar gemäss Art. 3 Abs. 1 AFG aufgrund eines Kollektivanlagevertrags. Ausländische Anlagefonds werden dagegen funktional definiert, um den Vertrieb solcher Produkte, wenn dieser in oder von der Schweiz aus erfolgt, unabhängig von ihrer durch ausländisches Recht vorgegebenen rechtlichen Konstruktion regulatorisch erfassen zu können: Gemäss Art. 44 Abs. 1 Ziff. a und b AFG gelten als ausländische Fonds nämlich zur kollektiven Anlage vorgesehene *Vehikel*, seien dies Vermögen, die auf vertraglicher (wie schweizerische Anlagefonds) Basis geüfnet und verwaltet werden, oder aber solche, die als Beteiligungsgesellschaften konzipiert sind (gesellschaftsrechtliches Konstrukt)⁵⁶. Ausländische Fonds (seien sie vertraglicher oder körperschaftlicher Natur) sowie deren Fondsleitung *als solche* werden vom Schweizer Recht naturgemäss inhaltlich nicht reguliert.⁵⁷ Hingegen bedarf es für den öffentlichen Vertrieb von ausländischen Anlagefonds in der Schweiz einer Bewilligung der Eidg. Bankkommission. Voraussetzung dieser Bewilligung sind neben dem Benennen eines qualifizierten Vertreters und einer Zahlstellenbank in der Schweiz die Genehmigung des Prospekts des fraglichen Fonds durch die EBK.

Anlagefonds sind aufgrund gesetzlicher Vorschriften i.d.R. verpflichtet, ihre Investments gut zu diversifizieren.⁵⁸ Der wohl grösste Teil der klassischen Effektenfonds verfolgt dabei eine Anlagepolitik, welche langfristig in Einklang mit der Entwick-

lung derjenigen Aktienmärkte steht, in die gemäss Anlageziel des Fonds investiert werden soll (z.B. die Aktienmärkte der asiatischen Schwellenländer). Dies zwingt die Fondsmanager, bezogen auf die fraglichen Aktienmärkte möglichst indexnah zu investieren. Daraus folgt, dass im Falle solcher Anlagefonds dem unsystematischen Risiko für die Gesamtpformance des Anlagefonds kaum mehr Bedeutung zukommt. Hingegen kommt bei Anlagefonds den systematischen Risiken, eben den Marktrisiken, die überwältigende Bedeutung zu. Entsprechend ist die Frage, wie die gesetzlichen Bestimmungen bei Anlagefonds Transparenz über diese Marktrisiken sicherstellen, von besonderem Interesse für das vorliegende Thema.

Eine Analyse des schweizerischen Anlagefondsrechts⁵⁹ ergibt Folgendes: Gemäss Art. 7 Abs. 3 lit. b AFG hat das Fondsreglement, welches die Fondsleitung der EBK zur Genehmigung einzureichen hat, die Richtlinien der Anlagepolitik des Fonds zu beschreiben, und wenn diese mit besonderen Risiken verbunden ist, diese ausdrücklich zu erwähnen.⁶⁰ Zusammen mit dem Fondsreglement muss der EBK der Fondsprospekt zur Genehmigung vorgelegt werden. Die Swiss Funds Association SFA hat für Effektenfonds Musterprospekte erarbeitet, welche die EBK als den gesetzlichen Anforderungen genügend erachtet. Beim Erstellen von Anlagefondsprospekten (jedenfalls bei Effektenfonds) folgt man deshalb soweit möglich dem so genannten «Musterprospekt mit integriertem Musterreglement eines schweizerischen Effektenfonds», publiziert von der Swiss Funds Association SFA.⁶¹ Gemäss Ziff. 1.2 des Mustertextes ist unter der Beschreibung von Anlageziel und Anlagepolitik des Anlagefonds auf die Besonderheiten und potenziellen Risiken der Anlagen und Märkte hinzuweisen, und in der Kommentierung dazu wird ausgeführt, dass dies insbesondere für

⁵⁵ Art. 2 Abs. 1 AFG.

⁵⁶ Die Frage, wann ein ausländisches, gesellschaftsrechtlich statuiertes Vehikel ein Fonds in diesem Sinne und damit – unter Vorbehalt nichtöffentlicher Vertriebs – bewilligungspflichtig ist, erweist sich als komplex und bereitet der Praxis immer wieder Abgrenzungsschwierigkeiten, siehe etwa dazu *Sandro Abegglen*, Zur Liberalisierung des Fondsvertriebs – Bedeutsame Revision der Anlagefondsverordnung, NZZ Nr. 84 vom 10.4.2001, 33, sowie in Jusletter vom 30.4.2001 (vgl. www.weblaw.ch). Im Bereich der Frage, ob öffentlicher und damit bewilligungspflichtiger Vertrieb darstellt, ist mit dem EBK-Rundschreiben 03/1 «Öffentliche Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung» Klarheit geschaffen worden.

⁵⁷ Auf sie wird in der Folge nicht eingegangen.

⁵⁸ Das AFG und seine Verordnungen sowie die Praxis der EBK statuieren eine grosse Zahl materieller Anlagerestriktionen; diese sind im Falle von Anlagefonds gerechtfertigt, da bei diesen der Anleger wegen der Fremdverwaltung «keine Mitwirkungsrechte bei der Festlegung der Anlagepolitik und bei den Anlageentscheiden und somit keinen Einfluss auf die Verwaltung seines Vermögens hat», *Rimle* (Fn. 38), der zu Recht darauf hinweist, dass für solche materielle Schutzmassnahmen im Falle einer individuellen Vermögensverwaltung umgekehrt ein Schutzbedürfnis fehle.

⁵⁹ Im Folgenden wird nicht auf die Regulierung der zurzeit viel diskutierten Hedge Funds eingegangen. Diese versuchen in der Regel, eine Anlagepolitik zu verfolgen, welche sich nicht durch eine relative Performance gegenüber einem Aktien- oder Obligationenindex auszeichnet, sondern die auch bei «negativer Marktentwicklung immer noch positive Erträge» abwerfen soll, *Felix Lukas Stotz*, Die Regulierung von Hedge Funds in der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 2004, zugleich Publikation 281 der Swiss Banking School Zürich, 9. Folglich steht deren Regulierung beim vorliegenden Thema, wo es um Marktrisiken von Aktieninvestments geht, nicht im Vordergrund. *Stotz* gibt eine Übersicht über Hedge Funds und befasst sich mit der heute besonders aktuellen Frage deren Regulierung und den auf sie anwendbaren aufsichtsrechtlichen Vorschriften, nach geltendem Recht und aktueller Praxis der EBK.

⁶⁰ Zu beachten ist, dass die in dieser Bestimmung genannten Risiken nicht etwa nur bei den so genannten übrigen Fonds mit besonderen Risiken gemäss Art. 35 Abs. 6 AFG vorliegen. Auch die Effektenfonds (solche, die in Emerging Markets investieren) weisen besondere Risikomerkmale auf, auf die hinzuweisen ist, *Matthäus Den Otter*, Kommentar Anlagefondsgesetz, Zürich 2001, 41.

⁶¹ Der Musterprospekt ist in *Matthäus Den Otter* (Fn. 60) 425 ff. abgedruckt.

Anlagefonds zwingend sei, die in Schwellenländern, so genannten neuen Märkten oder anderen speziellen Segmenten investieren.⁶²

Eine interessante Veränderung am Mindestinhalt des Prospektes ergab sich aus der kürzlich erfolgten Revision der Verordnung über die Anlagefonds (Revision vom 23. Juni 2004). Gemäss Anhang zur alten Anlagefondsverordnung war es nicht erforderlich gewesen, einen besonderen Hinweis auf die erhöhte Volatilität der Fondsanlagen zu machen, es sei denn, dass die Hälfte den Grad eines besonderen Risikos erreicht; Gemäss Ziff. 1.14 des Anhangs I zur neuen Anlagefondsverordnung ist dies nun vorgeschrieben, ebenso wie als Neuheit gemäss Ziff. 6.2 das Profil des typischen Anlegers, für den der Fonds konzipiert ist, angegeben werden muss. Im Hinblick auf eine effiziente Verbesserung der Transparenz über die Marktrisiken ist insbesondere der neue Anhang II zur neuen Anlagefondsverordnung von besonderer Bedeutung. Gemäss Art. 77 a der neuen Anlagefondsverordnung muss nämlich für Effektenfonds ein so genannt vereinfachter Prospekt erstellt werden, der «in zusammengefasster und für den Durchschnittsanleger leicht verständlicher Form die Informationen gemäss Anhang II» enthält; auch dieser vereinfachte Prospekt muss der EBK zur Genehmigung eingereicht werden. Der genannte Anhang II verlangt nun, dass auch bei Effektenfonds eine kurze Beurteilung des Risikoprofils des Anlagefonds (welches je nach Anlagestrategie natürlich unterschiedlich ist) erfolgen muss sowie die bisherige Wertentwicklung des Anlagefonds anzugeben ist, dies nebst dem Profil des typischen Anlegers, für den der Anlagefonds konzipiert ist.⁶³

Diese Neuerungen sind vor dem Hintergrund des vorne ausgeführten wie folgt zu bewerten:

- a. Die Erfordernisse, dass in den Anlagefondsprospekt neu Hinweise auf die erhöhte Volatilität, mit welchen insbesondere die Marktrisiken angesprochen sind, sowie zum Profil des typischen Anlegers, für den der Fonds konzipiert ist, aufgenommen werden müssen, sind zu begrüssen.
- b. Ebenfalls im Sinne einer effizienten Möglichkeit zur Herstellung von Transparenz über Marktrisiken ist das Erfordernis des vereinfachten Prospektes zu qualifizieren; der durchschnittliche Investor kann mit diesem Dokument besser als mit dem umfassenden Prospekt samt integriertem Fondsreglement informiert werden. Dabei ist es ebenfalls

begrüssenswert, dass das Risikoprofil des Anlagefonds, mit welchem klar die Marktrisiken angesprochen sein dürften, sowie das Profil des typischen Anlegers, für den der Anlagefonds konzipiert ist, in den vereinfachten Prospekt aufgenommen werden sollen.

- c. Problematisch ist dagegen die Verpflichtung zur Offenlegung der bisherigen Wertentwicklung des Anlagefonds, dies unabhängig davon, dass die EBK auch eine Warnklausel verlangt, wonach die bisherige Wertentwicklung des Fonds kein Indiz für zukünftige Performance sei: Gerade bei Fonds, welche nur eine relativ kurze Lebensdauer aufweisen, ist die offen gelegte Wertentwicklung kaum je repräsentativ für die mittel- bis langfristige Performance. Selbst wenn ein Effektenfonds bereits seit sehr langer Zeit existiert, wird im Übrigen die bisherige Wertentwicklung des Anlagefonds vor allem durch die Entwicklung der Märkte, in welche dieser Fonds investiert, geprägt sein (dies, da sehr viele Anlagefonds indexnah investieren). Damit wird durch diese Bestimmung letztlich die Offenlegung der Wertentwicklung der fraglichen Aktienmärkte verlangt, was an sich im Sinne der hier gestellten Forderung nach Transparenz über die Marktrisiken ist. Ungünstig daran ist jedoch, dass durch diese Offenlegung nur die Wertentwicklung der fraglichen Märkte in einem bestimmten Zeitfenster (nämlich demjenigen der bisherigen Lebensdauer des Fonds) berücksichtigt wird. Die bei indexnah investierenden Fonds aufschlussreichere Information wäre dagegen, wie sich die relevanten Märkte, in welche die Fonds investieren, über *sehr lange Zeiträume* hinweg entwickelt haben.⁶⁴ Es wäre deshalb wünschenswert, wenn diese Information z.B. in den ausführlichen Prospekt Eingang fände. Dies wäre meines Erachtens auch im Interesse der Industrie, da so – gleich wie bei individuellen Vermögensverwaltungsmandaten –⁶⁵ vermieden werden könnte, dass Investoren völlig unrealistische Erwartungen in die der langfristige Performance von Anlagefonds haben und eine durch die Marktverhältnisse bedingte schwacher Performance dem Fondsmanagers anlasten.

c. Hinweis: Investmentgesellschaften

Was vorne für Anlagefonds ausgeführt wurde, gilt in analoger Weise für Investmentgesellschaften. Gemäss Zusatzreglement für die Kotierung von In-

⁶² Musterprospekt, Ziff. 1.2.

⁶³ Ziff. 2 von Anhang II der neuen Anlagefondsverordnung (SR 951.311).

⁶⁴ Vgl. vorne 3.2. und die Informationen zur Studie der Bank Pictet & Cie.

⁶⁵ Siehe vorne 4.3a in fine.

vestmentgesellschaften der SWX Swiss Exchange müssen diese bereits heute nebst der Beschreibung der Anlageziele und der Anlagepolitik auf die damit verbundenen Risiken und Unsicherheiten im Kotierungsprospekt aufmerksam machen.⁶⁶ In diesem Rahmen wäre auch eine Offenlegung der langfristigen Wertentwicklung derjenigen Märkte, in welche die Investmentgesellschaft investiert, sinnvoll.

Ohnehin ist davon auszugehen, dass sich bei der zukünftigen Unterstellung von Investmentgesellschaften unter das neue Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) die Transparenz-Anforderungen von Anlagefonds und Publikums-Investmentgesellschaften⁶⁷ angleichen werden.

d. *Hinweis: Strukturierte fondsähnliche Finanzprodukte*

Bei den in den letzten Jahren immer grössere Bedeutung erlangenden fondsgebundenen Notes sowie Zertifikaten auf einen Index oder einen Aktienbasket⁶⁸ liegt das wesentliche Risiko (abgesehen vom Emittentenrisiko) ebenfalls im systematischen Risiko der im zugrunde liegenden Fonds, Index oder Basket enthaltenen Anlagen. Ja noch mehr: Zertifikate dürften diejenige Anlageform sein, welche die systematischen (Markt-)Risiken am direktesten an Anleger weitergeben, da keine Korrektur durch diskretionäres Management erfolgt. Entsprechend gelten die Ausführungen zur Notwendigkeit von Transparenz über Marktrisiken, wie sie vorne unter lit. b erfolgt sind, hier analog. Da diese Produkte i.d.R. so konzipiert sind, dass sie nicht unter das AFG fallen,⁶⁹ gibt es keine anlagefondsrechtliche, je nach Situation aber börsen-⁷⁰ und/oder zivilrechtliche Verpflichtung zu sachgerechten Risikohinweisen.

5. Kapitalmarkt- und Anlageprinzipien als Teil der Allgemeinbildung

Die erwähnten regulatorischen Verbesserungen der Transparenz über die systematischen Risiken bzw. über die vernünftigerweise realisierbaren Performance mit Aktienanlagen können ohne Zweifel nur einen Beitrag zur Vermeidung von «irrational expectations» und – falls überhaupt – einen kleinen zur Vermeidung der Bildung von Börsenblasen leisten. Wenn sie dieses Ziel erreichen, sind sie sowohl für die Investoren als auch für die Finanzdienstleistungsanbieter von Nutzen (bezüglich der Investoren aus offensichtlichen Gründen, bezüglich der Banken, um diese von überhöhten Performance-Erwartungen der Kundschaft zu schützen). Viel wichtiger ist indessen, die grundlegenden Zusammenhänge zwischen Rendite und Risiko einerseits und zwischen der möglichen Performance der Aktienmärkte, der Steigerung der von den Unternehmen erwirtschafteten, frei verfügbaren Cashflows und dem Wachstum der Realwirtschaft als Teil der Allgemeinbildung zu betrachten und entsprechend zu vermitteln. Es ist nämlich nicht einzusehen, weshalb ein Schulabgänger oder eine -abgängerin z.B. zwar die Namen fast aller Flüsse der Schweiz kennen sollte, nicht aber über Kenntnisse verfügt, um Chancen und Risiken von sein Vermögen betreffenden Entscheidungen wenigstens in den Grundzügen abschätzen zu können.

⁶⁶ Art. 10 Ziff. 2 lit. a und Art. 10 Ziff. 8 sowie Art. 13 des Zusatzreglements für die Kotierung von Investmentgesellschaften der SWX Swiss Exchange.

⁶⁷ Vgl. Art. 89 ff. des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) sowie den Erläuterungsbericht samt Gesetzesentwurf der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten Expertenkommission unter dem Vorsitz von Prof. Peter Forstmoser von November 2003, abrufbar unter www.efd.admin.ch/d/dok/gesetzgebung/vernehmlassungen/2004/01/anlagefondsg.pdf.

⁶⁸ Vgl. jüngst etwa den guten Überblick bei *Baumgarten/Sturm*, Neuerungen im Anlagefondsrecht, AJP 5 (2004) 530ff.

⁶⁹ Welche Elemente solche Produkte aufweisen müssen bzw. nicht aufweisen dürfen, damit sie nicht vom Anwendungsbereich des AFG erfasst werden, entscheidet sich nach einer komplexen Kombination von Kriterien, welche die EBK im Laufe der Zeit entwickelt hat; in den nächsten Monaten soll die EBK dem Vernehmen nach ein Schreiben publizieren, welches diese gewachsene Praxis wohl gewissen Änderungen unterzieht und auf eine neue Grundlage stellt. Dies ist aus der Sicht der Finanzdienstleistungsindustrie im Hinblick auf die verbesserte Produktplanungs- und Rechtssicherheit zu begrüssen.

⁷⁰ Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG, vgl. dazu vorne 4.3.a.