



Daniel Hunkeler / Georg J. Wohl\*

## E-FIDLEG – höhere Hürden für KMU bei der öffentlichen Kapitalaufnahme?



### Inhaltsübersicht

- I. Allgemeines
  1. Ausgangslage
  2. Formen der Kapitalaufnahme durch KMU
    - 2.1 Nicht öffentliche Kapitalerhöhung
    - 2.2 Bankkredit
    - 2.3 Finanzierung am Kapitalmarkt
- II. Anleiheobligationen nach geltendem Recht
  1. Allgemeines
  2. Prospektpflicht und aufsichtsrechtliche Schranken einer Anleiheemission
  3. Inhalt eines Emissionsprospekts nach geltendem Recht
  4. Sonstiges zum Inhalt und zu den Modalitäten eines Emissionsprospekts
  5. Prospekthaftung
  6. Zusammenfassung
- III. Der Entwurf für ein Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG)
- IV. Anleiheemissionen im Anwendungsbereich des FIDLEG
  1. Prospektpflicht bei öffentlichem Angebot von Effekten
  2. Öffentliches Angebot zur Zeichnung von Effekten
  3. Ausnahme von der Prospektpflicht aufgrund der Zusammensetzung des Publikums
  4. Ausnahme von der Prospektpflicht bei bestimmten Arten von Effekten
  5. Wechselwirkungen mit dem Banken- und Börsenaufsichtsrecht
  6. Informationspflichten ausserhalb der Prospektpflicht
  7. Prospektpflicht bei Anleiheemissionen von KMU
- V. Ausgestaltung eines Prospekts nach FIDLEG
  1. Angaben zum Emittenten und Garantiegeber gemäss Art. 42 Abs. 1 lit. a FIDLEG
  2. Angaben zu den Effekten gemäss Art. 42 Abs. 1 lit. b FIDLEG
  3. Angaben zum öffentlichen Angebot gemäss Art. 42 Abs. 1 lit. c FIDLEG
  4. Form des Prospekts
  5. Erleichterungen hinsichtlich der Erstellung eines Prospekts
  6. Basisinformationsblatt
  7. Prüfungspflicht und Veröffentlichung
  8. Haftung
- VI. Auswirkungen des FIDLEG auf die Finanzierungsmöglichkeiten von KMU

\* Dr. iur. Daniel Hunkeler, LL.M., Partner bei Baur Hürliemann Rechtsanwälte und Notare in Zürich. Lic. iur. Georg J. Wohl, LL.M., Senior Associate bei Baur Hürliemann AG Rechtsanwälte und Notare in Zürich. Die Autoren danken Dr. Alois Rimle für die umfassende Durchsicht des Manuskripts und die zahlreichen Hinweise.

## I. Allgemeines

### 1. Ausgangslage

Am 27. Juni 2014 hat der Bundesrat die von Fachleuten gespannt erwartete Vernehmlassung zum Entwurf eines Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) eröffnet.<sup>1</sup> Dieses Gesetz soll, wenn es dereinst in Kraft tritt, die Voraussetzungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen und das Anbieten von Finanzinstrumenten in der Schweiz regeln, und zwar «sektorübergreifend»<sup>2</sup> für alle sog. *Finanzinstrumente und Finanzdienstleister*. Als «Finanzinstrumente» gelten auch Forderungspapire wie z.B. Anleihen.<sup>3</sup> Für das Emittieren und Anbieten von Anleihen sieht das FIDLEG verschiedene Organisations- und Informationspflichten vor. Es stellt sich deshalb die Frage, ob sich für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) bei einem Inkrafttreten der Vernehmlassungsvorlage des FIDLEG *Erschwernisse* beim Zugang zum Kapitalmarkt ergeben, was sich gegebenenfalls negativ auf deren Geschäftsentwicklung auswirken könnte.

### 2. Formen der Kapitalaufnahme durch KMU

Benötigt ein Unternehmen für die Ausübung seiner Geschäftstätigkeit Kapital, hat es verschiedene Finanzierungsmöglichkeiten. Einige davon werden nachfolgend kurz dargestellt.

#### 2.1 Nicht öffentliche Kapitalerhöhung

Sind die Aktionäre oder Gesellschafter bereit, ihrem Unternehmen zusätzliches *Eigenkapital* zur Verfügung zu stellen, kann unter *Ausschluss der Öffentlichkeit* eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden, was aus Sicht des Unternehmens grundsätzlich die günstigste Form der

<sup>1</sup> Medienmitteilung des Bundesrats vom 27. Juni 2014 zum FINIG/FIDLEG, abrufbar unter: < <https://www.news.admin.ch/message/index.html?lang=de&msg-id=53561> >.

<sup>2</sup> Erläuternder Bericht vom 25. Juni 2014 zur Vernehmlassungsvorlage FINIG/FIDLEG («Erläuterungsbericht»), abrufbar unter: < <http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/35423.pdf> >, S. 12, Ziff. 1.3.1.

<sup>3</sup> Erläuterungsbericht, S. 37.

Kapitalbeschaffung ist, da keine Rückzahlungspflicht besteht, keine Zinsen anfallen und die Kosten im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung verhältnismässig niedrig sind. Bestehende Aktionäre bzw. Gesellschafter haben sodann vorbehaltlich des Ausschlusses ihrer Bezugsrechte nicht zu befürchten, dass ihre Geschäftsanteile verwässert werden. Immerhin bleibt zu erwähnen, dass derzeit bei einer Kapitalerhöhung ab CHF 1 Mio. eine Emissionsabgabe in Höhe von 1 Prozent fällig wird. Eine solche Abgabe auf Beteiligungspapiere kann sich negativ auf die Standortattraktivität des Investitionsplatzes Schweiz auswirken, weshalb das Parlament aktuell über deren Abschaffung berät.<sup>4</sup>

## 2.2 Bankkredit

Ein Unternehmen kann sich auch um einen klassischen *Bankkredit* bemühen. Je nach Kreditvolumen steht das Unternehmen einer oder mehreren Banken (sog. *Kon-sortialkredit*) gegenüber. Es können für das Unternehmen relativ hohe direkte sowie indirekte Kosten für die Strukturierung der Darlehensverträge inkl. Bonitätsabklärungen sowie insbesondere für den Zinsendienst entstehen. Banken müssen aus aufsichtsrechtlichen Gründen ihre sog. *kommerziellen Kunden* regelmässig und eng überwachen. Vor allem für kleinere KMU ergeben sich dadurch relativ hohe Finanzierungskosten.<sup>5</sup> Nichtsdestotrotz bleiben Bankkredite für schweizerische KMU die zentrale Finanzierungsquelle, weil für die angefragten (verhältnismässig niedrigen) Finanzierungsvolumina wenig Finanzierungsalternativen bestehen.<sup>6</sup>

## 2.3 Finanzierung am Kapitalmarkt

Schliesslich kann ein Unternehmen eine Finanzierung am sog. *Kapitalmarkt* nachfragen. Dabei gibt es zahlreiche Möglichkeiten, wovon einleitend einige beispielhaft skizziert werden.

### a. Private Finanzierung

Sog. *institutionelle Investoren* (Pensionskassen, Anlagefonds-, oder Private Equity Gesellschaften usw.) erklären sich bereit, eigene Vermögenswerte oder solche ihrer Anleger, Kunden oder Destinatäre in ein bestimmtes Unternehmen oder Projekt zu investieren. Je nach Ausgestaltung handelt es sich rechtlich um gewöhnliche

Kredite, um die Schaffung von neuem bzw. den Erwerb bestehenden Aktienkapitals oder um eine Kombination davon.<sup>7</sup> Angesichts des beschränkt adressierten Investorenkreises wird eine solche Finanzierung gemeinhin auch als *private* Finanzierung bezeichnet. Das kapitalnachfragende Unternehmen wendet sich nicht an die Öffentlichkeit, sondern kontaktiert i.d.R. mit Hilfe von Vermittlern oder sog. *investment structuriers* nur ausgewählte Investoren.<sup>8</sup>

### b. Öffentliche Finanzierung

Bei einer öffentlichen Finanzierung wendet sich ein Unternehmen an das *breite Publikum* und *wirbt* i.d.R. gleichzeitig öffentlich *für eine Investition*. Entweder wird eine Beteiligung am Unternehmen selbst angeboten, z.B. in Form von Aktien oder Partizipationsscheinen, oder ein *Massenkredit*, auch (*Obligations-*)*Anleihe* genannt, wird ausgegeben. In der Praxis wird immer wieder angenommen, diese Form der öffentlichen Finanzierung stünde nur grösseren Unternehmen offen, weil hierzu der Gang auf das Börsenparkett erforderlich sei, was zu hohen Kosten führe. Die Zulassung zum Handel von Aktien oder Anleihen *an einer organisierten nationalen oder internationalen Börse* ist tatsächlich mit nicht zu unterschätzenden organisatorischen und finanziellen Hürden verbunden und lohnt sich deshalb erst ab einem verhältnismässig hohen Emissionsvolumen im zweistelligen Millionenbereich. Andernfalls wird sich kaum eine Bank finden lassen, die sich bereit erklärt, die Emission und die gleichzeitige Börsenzulassung zu organisieren, was – wenn auch nicht rechtlich, so doch faktisch wegen des *Platzierungsrisikos und der Preisfindung* – Grundvoraussetzung für einen erfolgreichen Börsengang ist. Ausserdem ist mit einer Börsenkotierung ein erhöhter Rechnungslegungsaufwand verbunden und es existieren sog. *Publizitätspflichten*, was vor allem familiengeführten KMU missfällt.

### c. Öffentliche Emission von Anleiheobligationen

Es besteht jedoch auch die Möglichkeit, Aktien und insbesondere sog. Anleiheobligationen *ohne Börsenkotierung* öffentlich anzubieten. Der Vorteil hierbei liegt zumindest nach geltendem Recht darin, dass bei einer solchen *Emission* mit verhältnismässig geringem organisatorischem und finanziellem Aufwand vor allem *kleinere Finanzierungstranchen* beim Publikum nachgefragt werden können. Ein aktuelles Beispiel ist die Anleiheemission mit einem Volumen von insgesamt

<sup>4</sup> Vgl. hierzu im Einzelnen das Faktenblatt «Stempelabgaben» vom März 2014 des Eidgenössischen Finanzdepartements (abrufbar unter: <<http://www.efd.admin.ch/themen/steuern/02426/?lang=de>>) sowie die Medienmitteilung des Bundesrats vom 22. September 2014 zur Eröffnung der Vernehmlassung zur Unternehmenssteuerreform III (online abrufbar unter: <<https://www.news.admin.ch/message/index.html?lang=de&msg-id=54566>>).

<sup>5</sup> ANDREAS DIETRICH, Warum kleine Unternehmen höhere Kreditzinsen bezahlen müssen, *KMU-Magazin* Nr. 7/2010, S. 26 ff.

<sup>6</sup> ANDREAS DIETRICH (FN 5), ebenda.; PETER HETTICH, Finanzierungsquellen für KMU im Zeitalter von Crowdfunding, in: *GesKR* 2013, S. 389.

<sup>7</sup> Z.B. das sog. *Mezzanine-Kapital*.

<sup>8</sup> Auf Englisch: «Private placement» als Bezeichnung der nicht öffentlichen Emission und «private equity» bzw. «private debt» als jeweiliger Oberbegriff des so angebotenen Finanzinstruments. Zum Unterschied zu öffentlichen Platzierungen vgl. z.B. BEAT D. SPECK, Privatplatzierungen im Schweizerischen Primärkapitalmarktrecht, Diss. Bern 2009, S. 7 ff.

CHF 1.5 Mio. und einer Laufzeit von 5 Jahren bei 2 % p.a. der IBB Energie AG, einer Gesellschaft der IBB Gruppe in Brugg (AG).<sup>9</sup> Dank dieser Anleiheemission konnte die IBB Gruppe ihre Kunden in Investitionen in erneuerbare Energie miteinbeziehen. Angesichts des aktuellen allgemeinen Niedrigzinsumfelds war dies auch für die Kunden eine interessante Alternative zu den Anlagemöglichkeiten auf schweizerischen oder ausländischen Börsenplätzen.

Ganz allgemein scheint sich diese Art der Finanzierung im KMU-Segment wegen der niedrigen Zinsen, die das Publikum zu akzeptieren scheint, zu etablieren. In Italien hat sich sogar ein organisierter «Minibond» Markt entwickelt,<sup>10</sup> was angesichts des allgemein günstigen Umfelds für Anleiheemissionen<sup>11</sup> nicht überrascht.

Ob Anleiheemissionen ohne anschliessende bzw. gleichzeitige Börsenkotierung und insbesondere ohne Unterstützung einer Bank bei Anlegern auf Interesse stossen, hängt vor allem vom Marketing, dem Ruf und der Kreditwürdigkeit des emittierenden Unternehmens sowie von den angebotenen Anleihebedingungen ab. Es gilt nämlich, gewisse Nachteile eines nicht börsenkotierten Wertpapiers auszugleichen, da andernfalls die Akzeptanz bei den Anlegern fehlen könnte. Zunächst müssen die potentiellen Anleger über die bevorstehende Emission informiert werden, was – wenn keine Bank die Distribution übernimmt – ein gutes Marketing erfordert. Ein weiterer Nachteil ist der fehlende organisierte Handelsmarkt (sog. *Sekundärmarkt*). Anders als bei einer börsenkotierten Anleihe können die Anleger ihre nicht börsenkotierten Anleihen nicht ohne Weiteres zu einem beliebigen Zeitpunkt und zu einem vom Markt festgelegten Preis verkaufen, sondern müssen grundsätzlich die Fälligkeit der Anleihe und deren Rückzahlung durch das emittierende Unternehmen abwarten. Mit anderen Worten kann eine nicht börsenkotierte Anleihe nicht sofort liquidiert werden, jedenfalls nicht ohne massive Preisabschläge. Dieses Risiko besteht in gewisser Weise freilich auch bei börsenkotierten Anleihen (wegen mangelnder Liquidität), was vielen Anlegern nicht bewusst ist.<sup>12</sup>

Jedenfalls scheint sich für nicht börsenkotierte Unternehmensanleihen sowohl seitens Emittenten als auch seitens Anleger eine rege Nachfrage zu entwickeln, weshalb Rechtsvorschriften zur Regulierung solcher Anleihen

erhebliche Praxisrelevanz haben.<sup>13</sup> Nachfolgend sollen deshalb die bestehenden Vorschriften zu nicht börsenkotierten Anleiheemissionen denjenigen des in die Vernehmlassung geschickten FIDLEG gegenübergestellt und einer ersten Kritik unterzogen werden.

## II. Anleiheobligationen nach geltendem Recht

### 1. Allgemeines

Die Anleiheobligation (auch Obligationenanleihe genannt), geregelt in den Artikeln 1156 ff. OR, ist ein hinsichtlich Laufzeit, Zins, Absicherung, Amortisierung usw. zwar *vereinheitlichtes Gross- oder Massendarlehen*, das in Teilbeträge aufgeteilt ist, aber dennoch schliesst rechtlich betrachtet jeder einzelne Gläubiger *einen selbständigen Vertrag mit dem Schuldner* ab und kann deshalb gegenüber diesem eine eigene Forderung geltend machen.<sup>14</sup> Aus *Anlegerschutz- und Rationalisierungsgründen* besteht aber die Möglichkeit, dass die sog. *Gemeinschaft der Anleihegläubiger* von einem einzigem Gläubigervertreter gegenüber dem Schuldner vertreten wird, was z.B. bei Sanierungen von Anleiheverschuldnern von Vorteil ist.<sup>15</sup>

In der Praxis haben sich diverse Arten von Obligationenanleihen etabliert, die nach verschiedenen Gesichtspunkten voneinander unterschieden werden. Neben der bereits genannten Unterscheidung zwischen börsenkotierten und nicht börsenkotierten Anleihen wird danach unterschieden, ob ein Gläubiger unter bestimmten Bedingungen auf eine Rückzahlung der Anleihe verzichten darf oder sogar muss und mit Beteiligungspapieren, z.B. Aktien, am Schuldner abgefunden wird (sog. *Options-, Pflicht- oder einfach nur Wandelanleihe* mit all ihren vornehmlich englischsprachigen Bezeichnungen).<sup>16</sup> Solcher mitunter komplexer Finanzierungsinstrumente bedienen sich in heutiger Zeit eher Banken, um auf dem organisierten Kapitalmarkt einen Teil ihres aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Eigenkapitals zu finanzieren.<sup>17</sup>

Die Mehrheit der Anleiheemissionen dürfte indessen als gewöhnliche Anleihen, sog. *straight bonds* ausgege-

<sup>9</sup> Informationen abrufbar unter: <<http://www.ibbrugg.ch/ueber-uns/aktuelles/news-ansicht/news/anleiheemission-ihre-beteiligung-an-der-energieumwende-1.html>>.

<sup>10</sup> NZZ vom 26.09.2014: Italiens KMU entdecken den Kapitalmarkt; in eine ähnliche Richtung zielend das sog. Crowdfunding, vgl. PETER V. KUNZ, Crowdfunding, in: Jusletter vom 25. August 2014, Rz. 1–2 Fn 2.

<sup>11</sup> NZZ vom 10.09.2014: Ein ideales Umfeld für Anleiheemissionen; NZZ vom 14.05.2014: Unternehmensanleihen verzweifelt gesucht.

<sup>12</sup> NZZ vom 27.06.2014: Illiquide Anleihenmärkte sind riskant.

<sup>13</sup> Das Staatssekretariat für Wirtschaft SECO liess im Jahre 2013 von einer Anwaltskanzlei untersuchen, inwiefern neben klassischen Bankkrediten die Finanzierung von Unternehmen mit Risikokapital in der Schweiz sichergestellt sei, und wie dieses mit gezielter Regulierung gefördert werden könne, vgl. Diskussionspapier Risikokapital in der Schweiz Dezember 2013, abrufbar unter: <[www.seco.admin.ch](http://www.seco.admin.ch)>.

<sup>14</sup> Statt vieler: KUKO OR-BÖSCH/LEISINGER, Art. 1156 N 2 f.

<sup>15</sup> Vgl. Art. 1157 ff. OR.

<sup>16</sup> KUKO OR-BÖSCH/LEISINGER, Art. 1156 N 6.

<sup>17</sup> Zu den sog. *CoCos* unter schweizerischem Recht: RENÉ BÖSCH/BENJAMIN LEISINGER, Contingent Convertible Bonds – CoCos, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 2012, S. 2 ff.

ben worden sein, bei welchen den Gläubigern während einer bestimmten Dauer ein Zins und am Ende eine gesicherte oder ungesicherte bedingungslose Rückzahlung versprochen wird. Diese Strukturierungsform steht wohl auch für die hier diskutierten klassischen KMU-Emissionen im Vordergrund, geht es für ein KMU doch meist darum, zur klassischen Bankfinanzierung eine Alternative zu finden, wozu sich die Anleihsenmission seit Abschaffung der Emissionsabgabe per 1. März 2012 besonders eignet.<sup>18</sup>

## 2. Prospektpflicht und aufsichtsrechtliche Schranken einer Anleihsenmission

Werden Anleihen «öffentlich zur Zeichnung aufgelegt»,<sup>19</sup> ist zwingend (aber nur dann) ein *Prospekt nach den Vorschriften des Obligationenrechts* (nachfolgend «Emissionsprospekt») zu erstellen. Der Emissionsprospekt ist vom *Kotierungsprospekt*<sup>20</sup> zu unterscheiden, der für eine *Börsenkotierung* bzw. den sog. *Börsengang* erforderlich ist. Die Regeln zur Erstellung eines Kotierungsprospekts ergeben sich anders als jene zum Emissionsprospekt nicht unmittelbar aus dem Obligationenrecht, sondern aus den jeweiligen *Kotierungsbestimmungen* einer Börse,<sup>21</sup> die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA (nachfolgend «FINMA»)<sup>22</sup> vorgängig genehmigt werden. Im Gegensatz zu vielen ausländischen Rechtsordnungen, insbesondere jenen der EU-Mitgliedstaaten und der USA, existiert in der Schweiz gegenwärtig keine Behörde, welcher der Emissionsprospekt *vorgängig* zur Genehmigung unterbreitet werden müsste.<sup>23</sup> Die Übereinstimmung eines Emissionsprospekts mit den gesetzlichen Vorschriften wird in der Schweiz indirekt durch eine relativ strenge *Prospekthaftung* sichergestellt.<sup>24</sup>

«Öffentlich» ist eine Auflage von Anleihen gemäss Verweis in Art. 1156 Abs. 1 OR auf Art. 652a OR dann, wenn die Einladung zur Zeichnung nicht an einen *begrenzten Kreis von Personen* gerichtet ist. Die Auslegung dieser Bestimmung scheint in der Praxis nach wie vor für

Unsicherheit zu sorgen.<sup>25</sup> Aus Sicht des Praktikers sollte im Zweifelsfall immer von einer öffentlichen Einladung zur Zeichnung ausgegangen werden und in diesem Fall ist immer ein Emissionsprospekt im Sinne des Gesetzes zu erstellen. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass ein Emissionsprospekt mit dem vom geltenden Recht vorgesehenen Minimalinhalt<sup>26</sup> mit relativ wenig Aufwand erstellt werden kann. Bei gesetzeswidriger Anleihsenmission ohne vorgängige Veröffentlichung eines Emissionsprospekts läuft ein Emittent unter Umständen Gefahr, mit den Vorschriften des Bankengesetzes (BankG) in Konflikt zu geraten. Dies gilt, wie noch zu zeigen ist, insbesondere und gerade auch für den Fall, dass nur ein ausgewählter Kreis von Investoren (z.B. sog. *qualifizierte Anleger*)<sup>27</sup> für die Zeichnung von Anleihen angefragt wird, weshalb eine Prospektpflicht nach Art. 652a Abs. 2 OR nach einem Teil der Lehre<sup>28</sup> eigentlich nicht gegeben wäre, nach Bankengesetz unter Umständen aber schon.<sup>29</sup>

Da es sich bei Obligationenanleihen um Massendarlehen handelt, die zu einer *Rückzahlungspflicht des Emittenten* führen (sog. *Passivdarlehen*), besteht eine Schnittstelle zum Bankenaufsichtsrecht.<sup>30</sup> Gemäss konstanter Praxis der FINMA stellen Passivdarlehen immer sog. *Publikumseinlagen* dar, es sei denn eine Ausnahme nach Art. 3a Abs. 3 BankV sei gegeben.<sup>31</sup> Eine solche Ausnahme sieht das Gesetz für Obligationenanleihen vor, *aber nur*, wenn diese gestützt auf einen einwandfreien Emissionsprospekt ausgegeben wurden. Der Gesetzgeber wollte damit sicherstellen, dass schweizerischen Unternehmen die Finanzierung via Obligationenanleihen ohne aufsichtsrechtliche Hürden möglich bleibt.<sup>32</sup> Erfüllt ein Emissionsprospekt die gesetzlichen Voraussetzungen an Form und Inhalt nicht, droht bei *gewerbsmässiger Anleihsenmission* ein aufsichtsrechtliches Verfahren durch die FINMA, welches schlimmstenfalls mit der Zwangsliquidation des Unternehmens enden kann.<sup>33</sup> Erschwerend kommt hinzu, dass das Gesetz die Gewerbsmässigkeit bei der dauernden Annahme von bereits 20 Publikumseinlagen *unwiderlegbar* vermutet. Aber selbst

<sup>18</sup> Art. 1 lit. a Ziff. 4 und 5 StG, die im Zuge der «too big too fail» Gesetzgebung geändert wurden; vgl. hierzu auch die Medienmitteilung des Eidgenössischen Finanzdepartement vom 15. Februar 2012 (abrufbar unter: <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/medieninformationen/00467/index.html?lang=de&msg-id=43419>>). Auf die Emission von Aktienkapital ist ab CHF 1 Mio. immer noch eine Abgabe geschuldet, vgl. vorne Ziff. I.2.1.

<sup>19</sup> Art. 1156 Abs. 1 OR.

<sup>20</sup> Zur Terminologie vgl. MIRJAM EGGEN, Die schweizerische Prospektpflicht für Effekten – eine rechtsvergleichende Untersuchung der bestehenden Rechtslage, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 2010, S. 203 ff., Ziff. II.1.1.

<sup>21</sup> Z.B. für die SIX Swiss Exchange das Kotierungsreglement vom 1. März 2014 inkl. Zusatzreglemente; vgl. dazu Baker&McKenzie (Hrsg.), The SIX Swiss Exchange Listing Rules, Zürich 2014.

<sup>22</sup> Für die Schweiz: Art. 4 Abs. 2 BEHG.

<sup>23</sup> Dazu statt vieler MIRJAM EGGEN (FN 20), a.a.O.

<sup>24</sup> KUKO OR-BÖSCH/LEISINGER, Art. 1156 N 12; BSK OR II-WATTER, Art. 752 N 1.

<sup>25</sup> Für eine Übersicht über den Stand in der Lehre: BSK Wertpapierrecht-WATTER, Art. 1156 N 8; KUKO OR-BÖSCH/LEISINGER, Art. 1156 N 19 f.

<sup>26</sup> Siehe zum Inhalt eines Prospekts weiter hinten Ziff. II.3.

<sup>27</sup> KUKO OR-BÖSCH/LEISINGER, Art. 1156 N 21.

<sup>28</sup> BSK Wertpapierrecht-WATTER (FN 25), a.a.O.

<sup>29</sup> Gleicher Meinung PATRICK SCHLEIFFER/DAMIAN FISCHER, Prospektfreie Platzierungen in der Schweiz, in: Reuter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, Ziff. II.3.a)dd) mit Verweis auf die diesbezüglich in der Wissenschaft geübte Kritik am BankG.

<sup>30</sup> Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (BankG: SR 952.0) sowie Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (BankV: SR 952.02).

<sup>31</sup> FINMA-RS 2008/3, Rz 10; BSK BankG-BAHAR/STRUPP, Art. 1 N 11.

<sup>32</sup> BSK BankG-BAHAR/STRUPP, Art. 1 N 17.

<sup>33</sup> Insbesondere kann ein fehlerhafter Emissionsprospekt nicht nachgebessert werden: BSK BankG-BAHAR/STRUPP, Art. 1 N 19; PATRICK SCHLEIFFER/DAMIAN FISCHER (FN 29), Ziff. II.3.a)dd).

eine geringere Anzahl Publikumseinlagen reicht im Einzelfall für die Annahme der Gewerbsmässigkeit aus, wenn für die Geldaufnahme öffentlich geworben wird,<sup>34</sup> was bei den vorliegend diskutierten Anleihsenemissionen wegen der Adressierung des Publikums regelmässig der Fall sein dürfte.

Auch das Börsenaufsichtsrecht<sup>35</sup> ist im Zusammenhang mit der Emission von Anleihsenobligationen zu berücksichtigen, da diese als Effekten im Sinne von Art. 2 lit. a des Börsengesetzes (BEHG) qualifizieren. Die *Fremdemission* von Effekten ist unter gewissen Umständen als Effektenhändlerstätigkeit bewilligungspflichtig.<sup>36</sup> Bei sog. *Eigenemissionen*, d.h. wenn der Anleihsenschuldner mit derjenigen Person bzw. juristischen Einheit identisch ist, die auch die Emission durchführt bzw. bewirbt, ergeben sich keine Probleme. Bei Gruppenstrukturen kann es nun aber vorkommen, dass z.B. die Konzernobergesellschaft (u.U. als Garantin) die Emission ihrer Tochtergesellschaft betreut oder sogar im eigenen Interesse aktiv bewirbt. In diesem Fall liegt eine sog. *Fremdemission* vor, die bei Gewerbsmässigkeit den bewilligten Effektenhändlern vorbehalten bleibt. Um diesbezüglich keine Risiken zu schaffen, sollte u.E. immer darauf geachtet werden, dass ausschliesslich der Anleihsenschuldner die Emission bewirbt und während der Zeichnungsphase bis zur Liberierung (Einzahlung des Anleihsenbetrags durch den Obligationär) den Kontakt mit Interessenten pflegt bzw. koordiniert. Verfügt der Anleihsenschuldner über kein eigenes Personal, ist das Publikum ausreichend darauf hinzuweisen, in welcher «Funktion» bzw. für welche Gruppengesellschaft das von der Obergesellschaft angestellte Personal tätig ist.

Einleitend wurde bereits erwähnt, dass ohne Börsenkotierung grundsätzlich kein organisierter Sekundärmarkt existiert, weshalb Anleger ihre Anleihen nicht ohne Weiteres an einem beliebigen Zeitpunkt zu einem bestimmten Kurs veräussern können. In der Praxis begegnet man deshalb spezialisierten Vermittlern, die Verkäufer und Käufer von nicht börsenkotierten Anleihen zusammenführen, was im entsprechenden Umfang zu einer Art Sekundärmarkt führt.<sup>37</sup> Insbesondere wenn solche Vermittlungshandlungen vom Anleihsenschuldner selbst oder vom gemeinschaftlichen Gläubigervertreter<sup>38</sup> vorgenommen werden, ist bei der rechtlichen Strukturierung der entsprechenden Verträge streng darauf zu achten, dass kein sog. *market making* ausgeübt wird, das

unter den gegebenen Voraussetzungen immer als Effektenhändlerstätigkeit bewilligungspflichtig wäre.

### 3. Inhalt eines Emissionsprospekts nach geltendem Recht

Aufgrund des Verweises in Art. 1156 Abs. 2 OR gelten für den Inhalt des Emissionsprospekts zunächst die Vorschriften zum Aktienprospekt gemäss Art. 652a OR. Zusätzlich soll der Emissionsprospekt die näheren Angaben enthalten über das Anleihen, insbesondere die Verzinsungs- und Rückzahlungsbedingungen, die für die Obligationen bestellten besonderen Sicherheiten und gegebenenfalls die Vertretung der Anleihsen gläubiger. Schliesslich ergeben sich gestützt auf die Rechtsprechung zur Prospekthaftung<sup>39</sup> zusätzliche im Gesetz nicht genannte Offenlegungspflichten.

Relevante Informationen, die ohnehin für jedermann aus dem Handelsregister ersichtlich sind, werfen bei der Prospekterstellung keine Fragen auf. Nach dem Gesetzeswortlaut sind zunächst die Organe der emittierenden Gesellschaft einzeln aufzuführen.<sup>40</sup> Selbstverständlich macht es im Sinne der Anlegertransparenz<sup>41</sup> und zu Werbezwecken Sinn, die Organe näher vorzustellen und auch sämtliche wichtigen Mitglieder der obersten Geschäftsführung aufzuführen, selbst wenn sie keine gewählten Organe sind. Zwingend ist dies aber von Gesetzes wegen nicht, und es kann somit darauf verzichtet werden.

Nebst den Informationen zur Zusammensetzung des Aktienkapitals und zu den Dividendenausschüttungen der letzten 5 Jahre ist auch anzugeben, ob Partizipationsscheine, Genussscheine oder bereits ausgegebene und noch nicht zurückbezahlte Obligationenanleihen bestehen.<sup>42</sup> Sodann sind genaue Angaben über allfälliges genehmigtes und/oder bedingtes Kapital zu machen.<sup>43</sup>

Von zentraler Bedeutung sind Angaben zur letzten Jahresrechnung und gegebenenfalls zur Konzernrechnung sowie zu dem Revisionsbericht. Ist eine Gesellschaft gemäss Stauten bzw. Gesetz weder zur ordentlichen noch eingeschränkten Revision verpflichtet, muss sie durch einen zugelassenen Revisor einen Revisionsbericht zur letzten Jahresrechnung erstellen lassen. Liegt der diesbezügliche Bilanzstichtag im Zeitpunkt der Emission mehr als sechs Monate<sup>44</sup> zurück, ist die Gesellschaft verpflich-

<sup>34</sup> BSK BankG-BAHAR/STRUPP, Art. 1 N 10.

<sup>35</sup> Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (BEHG: SR 954.1) und dazugehörige Ausführungserlasse.

<sup>36</sup> Sog. *Emissionsbaustätigkeit*: Art. 2 lit. d BEHG i.V.m. Art. 2 Abs. 1 BEHV; FINMA-RS 2008/5, Rz 24-31.

<sup>37</sup> In der Praxis wird in den entsprechenden Anleihsenbedingungen zuweilen von «secondary market mechanism» gesprochen.

<sup>38</sup> Vgl. Art. 1158 OR.

<sup>39</sup> Vgl. hinten Ziff. II.5.

<sup>40</sup> PATRICK SCHLEIFFER/CHRISTIAN REHM, Zum Prospekt nach Obligationenrecht – Vorgeschriebener minimaler Inhalt, ST 2005, S. 1021 ff., Ziff. 2.1.1.

<sup>41</sup> MIRJAM EGGEN (FN 20), Ziff. II.2.

<sup>42</sup> PATRICK SCHLEIFFER/CHRISTIAN REHM (FN 40), Ziff. 2.1.2.

<sup>43</sup> Zur Frage, welchen Detaillierungsgrad die entsprechenden Passagen des Prospekts haben müssen: PATRICK SCHLEIFFER/CHRISTIAN REHM (FN 40), Ziff. 2.1.4.

<sup>44</sup> Mehrere Autoren vertreten die Meinung, dass auch 9 Monate noch ausreichend sind; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652a N 4, mit Hinweisen.

tet, einen sog. *Zwischenabschluss* zu erstellen, der indes gerafft dargestellt werden darf und nicht geprüft werden muss.<sup>45</sup>

Es stellt sich immer wieder die Frage, ob die genannten Dokumente, die je nachdem für sich genommen bereits umfangreich sein können, in den Emissionsprospekt zu integrieren sind oder ob dieser auf den Jahresbericht usw. verweisen darf (sog. *incorporation by reference*).<sup>46</sup> Aus Sicht der Praxis sollte der Jahresbericht samt Beilagen *in den gedruckten Prospekt integriert werden* (z.B. als Anhang), andernfalls das Risiko besteht, dass die gesetzlichen Anforderungen an einen Emissionsprospekt nicht erfüllt sind und die gestützt auf den mangelhaften Prospekt entgegengenommenen Darlehen als unzulässige Publikumsseinlagen qualifizieren.<sup>47</sup> Ist der Emissionsprospekt auch (oder nur)<sup>48</sup> elektronisch via Internet verfügbar, dürfte ein sog. *Link* zu den referenzierten Unterlagen ausreichen, sofern die entsprechenden Unterlagen auch tatsächlich abrufbar sind. In jedem Fall ist aus Sicht des Emittenten bzw. Anleihenschuldners sicher zu stellen, dass ein Anleger den Emissionsprospekt inkl. all-fälliger Beilagen vor der Zeichnung bzw. vor der Bezahlung der Anleihe tatsächlich zur Kenntnis nehmen kann.

Anzugeben sind sodann die Anleihebedingungen selbst, insbesondere die Verzinsung und die Rückzahlungsmodalitäten, ebenso wie Hinweise auf allenfalls bestehende Sicherheiten und eine Gläubigervertretung, wenn diese bereits bekannt ist. Wie bei einem gewöhnlichen Darlehen gibt es nebst den genannten Bedingungen noch weitere Bestimmungen, welche das Rechtsverhältnis zwischen dem Anleihenschuldner und einem Anleger regeln, z.B. frühzeitige Rückzahlungen, Aufstockungen, Kündigungsrechte usw.<sup>49</sup> Gemäss Gesetzeswortlaut<sup>50</sup> sind auch diese Angaben im Emissionsprospekt aufzuführen.

Das Gesetz verlangt lediglich Angaben darüber, ob und gegebenenfalls welche Sicherheiten bestehen. Insbesondere bei Zahlungsgarantien durch Dritte, z.B. einer Konzernobergesellschaft, stellt sich die Frage, ob Näheres (z.B. Jahresbericht) zu diesem Garanten ausgeführt werden muss. In der Praxis dürfte sich dies regelmässig anbieten,<sup>51</sup> da diesbezügliche Informationen für einen Anleger äusserst wichtig sind und demzufolge die At-

traktivität des Investments massgeblich beeinflussen. Gesetzlich vorgeschrieben ist es u.E. nicht.<sup>52</sup>

#### 4. Sonstiges zum Inhalt und zu den Modalitäten eines Emissionsprospekts

Beschränkt sich ein Emissionsprospekt auf die gesetzlich vorgeschriebenen Angaben, kann er grundsätzlich auf wenige Seiten reduziert werden. In der Praxis stösst man demgegenüber auf umfangreiche Dokumente, selbst wenn es sich nicht um einen Börsen- bzw. Kotierungsprospekt handelt. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass der gesetzlich vorgeschriebene Minimalinhalt, abgesehen von statischen Finanzkennzahlen im Jahresabschluss, keine Angaben zum Geschäftsgang des Anleihenschuldners, zu seinen Zukunftsaussichten oder zu den wesentlichen Risikofaktoren verlangt, die einen Einfluss auf die weitere Geschäftsentwicklung des Anleihenschuldners und dessen Zahlungsfähigkeit haben könnten.<sup>53</sup> Solche Informationen sind aus Anlegerschutzgründen zentral, weshalb gemäss internationalen Standards *in einem Kotierungsprospekt* Angaben zum Geschäftsgang zwingend zu machen sind.<sup>54</sup> Aus Sicht des emittierenden Unternehmens hat die Offenlegung gewisser Informationen zum Geschäftsgang sowohl Haftungsbeschränkungs- als auch Werbefunktion. Ersteres deshalb, weil bei einem ausführlichen Prospekt ein Anleger bei schlechtem Geschäftsgang nur erschwert geltend machen kann, für den Investitionsentscheid relevante Informationen nicht erhalten zu haben.<sup>55</sup> Letzteres gilt, weil Transparenz die Attraktivität einer Finanzanlage potentiell erhöht. Aus den genannten Gründen ist es üblich, dass auch Emissionsprospekte nicht börsenkotierter Anleihen weitaus mehr Informationen enthalten als vom Gesetz vorgegeben, was, wie noch zu zeigen ist, zumindest in gewissen Konstellationen hinterfragt werden kann.<sup>56</sup>

Es stellt sich unter geltendem Recht noch die Frage, bis zu welchem Zeitpunkt ein Anleger spätestens über die Angaben eines Emissionsprospektes verfügen muss und ob dieser allenfalls zu aktualisieren ist. Gemäss Gesetz hat der Emissionsprospekt im Zeitpunkt des öffentlichen Angebots *zur Verfügung zu stehen*, so dass es zulässig

<sup>45</sup> Statt vieler KUKO OR-BARBARA GRAHAM-SIEGENTHALER, Art. 652a N 4, mit Hinweisen.

<sup>46</sup> PATRICK SCHLEIFFER/CHRISTIAN REHM (FN 40), Ziff. 2.4.

<sup>47</sup> Das Bundesgericht stellt diesbezüglich hohe Anforderungen an den Gläubigerschutz: Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) vom 1. Juli 1998 i.S. Unia, E. 1b-f (= EBK-Bull 38/1999, S. 23 ff.); vgl. auch Urteil des Bundesgerichts vom 17. Juni 1999 = EBK-Bull 38/1999, S. 25 ff.

<sup>48</sup> BSK OR II-WATTER, Art. 752 N 18.

<sup>49</sup> PATRICK SCHLEIFFER/CHRISTIAN REHM (FN 40), Ziff. 2.2.2.

<sup>50</sup> Art. 1156 Abs. 2 OR: «insbesondere».

<sup>51</sup> Gleicher Meinung PATRICK SCHLEIFFER/CHRISTIAN REHM (FN 40), Ziff. 2.2.2.

<sup>52</sup> Zur Frage, welche Angaben ohne Hinweis im Gesetzeswortlaut Bestandteil des Prospekts sind, vgl. sogleich hinten zur Prospekthaftung Ziff. II.5.

<sup>53</sup> Sog. *MD&A* (Management Discussion & Analysis): statt vieler: MIRJAM EGGEN (FN 20), Ziff. III.2.

<sup>54</sup> Baker&McKenzie (Hrsg.), *The SIX Swiss Exchange Listing Rules*, THEODOR HÄRTSCH, Art. 28 N 18; MIRJAM EGGEN (FN 20), III.2.

<sup>55</sup> Aus den Vorschriften zur Prospekthaftung ergeben sich faktisch gewisse Offenlegungspflichten, die in den Vorschriften zum Prospektinhalt nicht vorgesehen sind; vgl. sogleich hinten Ziff. II.5. Zur Haftungsbegrenzungsfunktion siehe auch: PATRICK SCHLEIFFER/DAMIAN FISCHER (FN 29), Ziff. I.2.

<sup>56</sup> Zur Haftung bei unrichtigen oder irreführenden Angaben im Prospekt vgl. sogleich hinten Ziff. II.5.

ist, das Publikum mittels Werbung vorgängig auf die Anleihe und den dazugehörigen Prospekt aufmerksam zu machen. Je nachdem kann zwischen öffentlichem Angebot und Ablauf der Zeichnungsfrist bzw. Einzahlung der Anleihe relativ viel Zeit verstreichen. Treten während dieser Phase Ereignisse auf, welche die Angaben in einem Emissionsprospekt, insbesondere die Finanzkennzahlen, in einem anderen Licht erscheinen lassen und welche deshalb einen Einfluss auf den Investitionsentscheid eines Anlegers haben könnten, sollten sie in einem Nachtrag offengelegt werden.<sup>57</sup> Dabei soll u.E. sämtlichen Anlegern das Recht eingeräumt werden, ihren Investitionsentscheid nochmals im Lichte der Geschehnisse zu überdenken.<sup>58</sup>

## 5. Prospekthaftung

Art. 1156 Abs. 3 OR sieht eine Haftung für den Fall vor, dass vorsätzlich oder fahrlässig Anleihen ohne den erforderlichen Emissionsprospekt öffentlich ausgegeben worden sind oder der Emissionsprospekt unrichtige oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben enthält. Gleiches gilt für sog. *prospektähnliche Mitteilungen*, wie z.B. Zeitungsartikel oder Zeitungsinserate, sofern effektiv ein Zusammenhang zu einer Emission besteht und kein Haftungsausschluss unter Hinweis auf den Prospekt angebracht wurde.<sup>59</sup>

Ist der Anleihenschuldner eine schweizerische Aktiengesellschaft, kommt ausschliesslich Art. 752 OR als Spezialnorm zur Anwendung.<sup>60</sup> Für alle anderen in- und ausländischen Gesellschaftsformen gilt Art. 1156 Abs. 3 OR. Dessen Voraussetzungen und Wirkungen sind angesichts des beinahe identischen Wortlauts mit denjenigen von Art. 752 OR vergleichbar.<sup>61</sup> Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die Haftung in Art. 752 OR hinsichtlich «irreführender» Angaben gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung auf die Haftung nach Art. 1156 Abs. 3 OR übertragen wird.<sup>62</sup>

Fehlen die vom Gesetz vorgeschriebenen Angaben oder sind sie falsch, ist es einleuchtend, dass ein Schaden des Anlegers infolge des Investitionsentscheids eine Haftung auslöst, wenn die Unvollständigkeit bzw. Unrichtigkeit für den Schaden kausal war. Ein wichtiger Teilaspekt der Prospekthaftung liegt darin, die fehlende vorgängige Prospektgenehmigung zu ersetzen. Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung ist ein Emissionsprospekt aber auch dann «unrichtig», wenn Informationen zum

Anleihenschuldner fehlen, die für einen Anleger wesentlich sind, unabhängig davon, ob das Gesetz solche Informationen zum zwingenden Prospektinhalt erklärt oder nicht. Beim diesbezüglichen Leitentscheid des Bundesgerichts<sup>63</sup> handelte es sich dabei um Informationen zu der sich drastisch verschlechternden finanziellen Situation des Anleihenschuldners kurz vor und nach der Anleiheemission. Welche Informationen sonst noch für einen Anleger wesentlich sind *und deshalb über den Gesetzeswortlaut hinaus* in einen Emissionsprospekt integriert werden müssen, führt das Bundesgericht nicht aus. Daraus ergibt sich eine gewisse Rechtsunsicherheit für den Anleihenschuldner bzw. diejenigen, die den Prospekt verfassen oder dabei mitwirken.<sup>64</sup> In der Praxis wird deshalb eher mehr denn weniger offengelegt, weshalb sich ein Emissionsprospekt umfangmässig selten von einem Kotierungsprospekt unterscheidet, was vor allem KMU vor einer Anleiheemission zurückschrecken lässt und nicht Ziel des historischen Gesetzgebers war.<sup>65</sup> Zudem wird durch einen «aufgeblähten» Emissionsprospekt möglicherweise das Risiko erhöht, dass ein Anleger die Flut an Informationen nicht verarbeiten kann und wegen «irreführender» Informationen einen falschen Investitionsentscheid fällt, was unter gewissen Umständen ebenfalls zu einer Prospekthaftung führen kann.

Nach der hier vertretenen Auffassung sind nur (aber immerhin) jene nicht im Gesetzeskatalog von Art. 1156 OR i.V.m. Art. 652a OR aufgeführten Informationen zusätzlich offen zu legen, deren Unterdrückung die korrekt und vollständig wiedergegebenen Minimalangaben als unrichtig erscheinen lassen. Dies trifft vor allem auf die finanzielle Lage des Unternehmens (oder eines Garanten) zu, welche gestützt auf die «Momentaufnahme» einer Jahresrechnung nicht ohne Weiteres richtig eingeschätzt werden kann. Eine weitergehende Offenlegungspflicht im Emissionsprospekt ist abzulehnen, sollte sich eine solche aus dem genannten Leitentscheid ergeben. Die vom Gesetz vorgeschriebenen Minimalangaben müssen genügen, allenfalls mit einem Hinweis darauf, ob die in der Jahresrechnung dargestellte finanzielle Situation die tatsächlichen Verhältnisse im Zeitpunkt der Zeichnung bzw. Bezahlung der Anleihen (immer noch) korrekt wiedergibt oder nicht.<sup>66</sup>

<sup>57</sup> So offenbar auch die herrschende Lehre: MIRJAM EGGEN (FN 20), Ziff. III.2. mit Hinweisen.

<sup>58</sup> Vgl. hierzu auch die sog. *EU-Prospektrichtlinie* Art. 16 Abs. 2; Näheres hierzu hinten Ziff. V.7.

<sup>59</sup> BSK OR II-WATTER, Art. 752 N 15.

<sup>60</sup> BGE 129 III 71 E. 2.3.

<sup>61</sup> BSK Wertpapierrecht-WATTER, Art. 1156 N 24.

<sup>62</sup> BGE 129 III 71.

<sup>63</sup> BGE 129 III 71 E. 2.4.

<sup>64</sup> Gemäss Gesetz haftet jeder, der bei der Prospekterstellung «mitwirkt», d.h. grundsätzlich auch Banken und Rechtsanwälte. Zu den diesbezüglichen Sorgfaltspflichten: LARISSA MAROLDA/HANS CASPAR VON DER CRONE, Besprechung des Urteils BGE 129 III 71, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 3/2003, S. 158 ff.

<sup>65</sup> Wie erwähnt, wollte der Gesetzgeber der Industrie eine einfache und unkomplizierte Finanzierungsform bereitstellen, vgl. vorne Ziff. II.2.

<sup>66</sup> Im Ergebnis wohl gleicher Meinung: KUKO OR-BÖSCH/LEISINGER, Art. 1156 N 46.

Die weite bundesgerichtliche Auslegung zum zwingenden Inhalt eines Emissionsprospekts darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die erfolgreiche Geltendmachung der Prospekthaftung in der Praxis schwierig bleibt. So greift die Haftung für einen fehlerhaften Prospekt nur, wenn dieser auf einer schuldhaften Pflichtverletzung des Erstellers beruht, die kausal für den vom Anleger geltend gemachten Schaden ist. Vor allem die Kausalität stellt eine Doppelhürde dar,<sup>67</sup> welche die Prospekthaftung gelegentlich zu einem stumpfen Schwert werden lässt. So muss ein Geschädigter zunächst nachweisen, dass er den Anlageentscheid in Kenntnis der wahren Verhältnisse nicht oder zumindest nicht im selben Umfang getroffen hätte. Sodann muss erstellt sein, dass das Bekanntwerden der wahren Verhältnisse und nicht andere äussere Umstände die Ursache für den Wertzerfall der Anlage waren, d.h. dass auch der Markt in Kenntnis der wahren Verhältnisse die Anlage schlechter bewertet hätte.

Werden Anleihen nicht nur schweizerischen Anlegern, sondern auch solchen mit ausländischem Wohnsitz angeboten, sind etwaige internationale Rechtsfragen vor der Emission zu klären. Aus der Perspektive eines schweizerischen KMU ist es indes empfehlenswert, ausschliesslich Anleger mit schweizerischem Wohnsitz anzusprechen bzw. als Anleger zu akzeptieren und insbesondere einen Vertrieb im Ausland zu unterlassen, was bei einer Werbung via Internet gewisse Sicherheitsmassnahmen erfordert. Andernfalls besteht die Gefahr, dass hinsichtlich der Anleihebedingungen und einer allfälligen Prospekthaftung (möglicherweise nachteiliges) ausländisches Recht zur Anwendung gelangt, und sich ausländische Finanzmarktaufsichtsbehörden wegen Vertriebs von Finanzprodukten auf ihrem Territorium für zuständig erklären.

## 6. Zusammenfassung

Die Emission von Anleiheobligationen ermöglicht es einem schweizerischen KMU, als Alternative zu einem Bankkredit Kapital auf dem Kapitalmarkt zu vielfach günstigeren Konditionen aufzunehmen. Eine Börsenkotierung ist dafür nicht erforderlich. Der schweizerische Gesetzgeber hat diese Finanzierungsform explizit aus dem organisierten Kapitalmarktrecht ausgeklammert, damit sich Unternehmen auch ohne langwierigen Bewilligungsprozess das notwendige Kapital rasch öffentlich beschaffen können. Diese Erleichterung gilt indessen nur, soweit ein den gesetzlichen Anforderungen entsprechender Emissionsprospekt aufgelegt wird, der über die Anleihebedingungen und die finanzielle Lage des Emittenten Auskunft gibt. Die Erstellung eines Emis-

sionsprospekts ist im Gegensatz zu einem Kotierungsprospekt verhältnismässig einfach, muss aber dennoch die effektive finanzielle Lage des Emittenten transparent darstellen. Eine Prüfung oder Bewilligung des Prospektes durch eine unabhängige Stelle findet nicht statt. Stellt sich aber später heraus, dass zwingende Angaben im Prospekt fehlen, oder dass der Prospekt unrichtige oder irreführende Angaben enthält, droht die Prospekthaftung, falls den Anlegern durch den Kauf der Anleihe ein Schaden entstanden ist. Es droht zudem eine aufsichtsrechtliche Untersuchung durch die FINMA. Ob eine Anleihe ohne gleichzeitige oder nachfolgende Börsenkotierung erfolgreich öffentlich platziert werden kann, hängt massgeblich von der Kreditwürdigkeit des Emittenten, den Anleihensbedingungen und dem Marketing ab. Das Interesse der Anleger muss wegen des fehlenden bzw. nur sehr eingeschränkt liquiden Sekundärmarkts besonders verdient werden.

## III. Der Entwurf für ein Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG)

In der Vergangenheit hatte sich der Gesetzgeber noch gegen eine Angleichung der schweizerischen Prospektvorschriften an internationale Standards ausgesprochen, wogegen mehrfach Kritik geäussert wurde.<sup>68</sup> Denn der Anlegerschutz wurde vor allem in den umliegenden EU-Mitgliedstaaten weiter ausgebaut, weshalb international aktiven schweizerischen Finanzdienstleistern droht, mangels äquivalenter Standards in der Schweiz nur erschwert Zugang zum europäischen Finanzdienstleistungsmarkt zu erhalten.<sup>69</sup> Der Bundesrat beauftragte am 28. März 2012 das Eidgenössische Finanzdepartement, in Zusammenarbeit mit dem Justizdepartement und der FINMA Projektarbeiten hinsichtlich einer *sektorenübergreifenden Regulierung* von Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen sowie deren Vertrieb aufzunehmen.<sup>70</sup> Nach Durchführung der Ämterkonsultation im Frühling 2014 hat der Bundesrat am 27. Juni 2014 einen Entwurf zu einem Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zu einem Finanzinstitutsgesetz (FINIG) inkl. erläuternden Bericht vom 25. Juni 2014 in die Vernehmlassung geschickt.<sup>71</sup> «Durch die neuen Vorschriften sollen der Kundenschutz auf dem Schweizer Finanzmarkt gestärkt, gleichzeitig aber auch die Wettbewerbsfähigkeit

<sup>68</sup> MIRJAM EGGEN (FN 20), Ziff. I.

<sup>69</sup> Zur Problematik der Äquivalenz von Finanzdienstleistungen im Verhältnis zwischen der Schweiz und der EU: OLIVIER BARTHOLET, Rechtliche Herausforderungen und Konfliktzonen im grenzüberschreitenden «Private Banking», in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 2013, S. 383 ff.

<sup>70</sup> Erläuterungsbericht, S. 2.

<sup>71</sup> Für einen Überblick über die beiden Gesetzesentwürfe vgl. PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI, Ein Überblick über das künftige Finanzdienstleistungsgesetz und Finanzinstitutsgesetz, in: GesKR 3/2014, S. 334 ff.

<sup>67</sup> KUKO OR-PETER LEHMANN, Art. 752 N1; BSK OR II-WATTER, Art. 752 N 27.



des Finanzplatzes gefördert werden. Insbesondere sollen für alle Marktteilnehmer vergleichbare Voraussetzungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen geschaffen werden.<sup>72</sup> Der Anlegerschutz soll insbesondere durch die Erhöhung von Transparenz verbessert werden, indem den Finanzdienstleistern Informations- und Erkundigungspflichten auferlegt werden. Die Transparenz soll zudem bei öffentlich angebotenen Effekten mittels Einführung «einheitlicher» Prospektanforderungen gewährleistet werden. Diese Anforderungen sollen «verhältnismässig» sein und insbesondere den Bedürfnissen von KMU Rechnung tragen.<sup>73</sup> Laut Erläuterungsbericht orientieren sich die neuen Regeln zur Prospektspflicht «in weiten Zügen an der EU-Prospektrichtlinie,<sup>74</sup> ohne aber diese unkritisch und unverändert zu übernehmen».<sup>75</sup> Es stellt sich bei dieser Ausgangslage die Frage, inwiefern das Inkrafttreten des FIDLEG insbesondere die *Emission von nicht börsenkotierten Anleiheobligationen* durch schweizerische KMU beeinflussen könnte.

#### IV. Anleiheemissionen im Anwendungsbereich des FIDLEG

##### 1. Prospektpflicht bei öffentlichem Angebot von Effekten

Anleiheobligationen sind Effekten (Art. 3 lit. b. Ziff. 2 i.V.m. Art. 3 lit. c FIDLEG),<sup>76</sup> weshalb ein «öffentliches Angebot zur Zeichnung» oder die Börsenkotierung solcher Effekten in Übereinstimmung mit den Vorschriften des FIDLEG zu erfolgen haben (Art. 37 Abs. 1 FIDLEG).<sup>77</sup> Insbesondere soll, wie nach geltendem Recht, auch im Anwendungsbereich des FIDLEG bei einem öffentlichen Angebot eine Prospektpflicht bestehen.

##### 2. Öffentliches Angebot zur Zeichnung von Effekten

Der Begriff «öffentliches Angebot» ist in Art. 3 lit. h FIDLEG definiert. Es handelt sich dabei um jede Mitteilung an das Publikum, die für den Kauf oder die Zeichnung einer Effekte ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die Effekte selber enthält. Damit soll neu auch dann eine Prospektpflicht bestehen,

wenn bereits emittierte Wertpapiere auf dem Sekundärmarkt öffentlich zum Weiterverkauf angeboten werden.<sup>78</sup> Gemäss Erläuterungsbericht des Bundesrats ist ein Angebot immer dann an das «Publikum» gerichtet, wenn es nicht nur einen beschränkten Personenkreis betrifft.<sup>79</sup>

Der Inhalt eines Angebots bzw. die Frage, ob es sich überhaupt um ein Angebot im Rechtssinne handelt, soll ausschliesslich aus der Optik des Angebotsadressaten beurteilt werden. Laut Erläuterungsbericht kommt es nämlich nicht darauf an, was ein Anbieter bzw. Emittent mit einer Mitteilung an das Publikum bezweckt, sondern wie die Mitteilung nach Treu und Glauben verstanden werden durfte. Reine Werbemassnahmen im Vorfeld einer Emission stellen demnach kein Angebot dar, solange die Anleger keine Möglichkeit erhalten, das beworbene Finanzinstrument zu zeichnen bzw. zu erwerben.<sup>80</sup>

##### 3. Ausnahme von der Prospektpflicht aufgrund der Zusammensetzung des Publikums

Art. 38 FIDLEG enthält in Anlehnung an die EU-Prospektrichtlinie<sup>81</sup> gewisse Erleichterungen von der Prospektpflicht, je nachdem, wer das «Publikum» bzw. der Mitteilungsadressat eines öffentlichen Angebots ist. Grund für die Ausnahmen ist laut Erläuterungsbericht die verminderte Schutzbedürftigkeit der jeweiligen Personengruppe bzw. die Vermeidung unverhältnismässigen Aufwands für den Emittenten.<sup>82</sup>

Zunächst entfällt gemäss dem abschliessenden Katalog von Art. 38 FIDLEG die Prospektpflicht, wenn das Angebot ausschliesslich an sog. *professionelle Kunden* gerichtet ist. Professionelle Kunden dürfen nicht mit den sog. *qualifizierten Anlegern* gemäss KAG<sup>83</sup> verwechselt werden. Insbesondere gelten vermögende Privatpersonen nach KAG nicht als professionelle Kunden nach FIDLEG (Art. 4 Abs. 3 FIDLEG). Der Bundesrat hat immerhin die Kompetenz, auf dem Verordnungsweg auch vermögende Privatpersonen mit den professionellen Kunden gleichzusetzen bzw. die Definition des professionellen Kunden internationalen Entwicklungen anzupassen.<sup>84</sup> Die vorgeschlagene Regelung ist bemerkenswert, weil in den Schlussbestimmungen des FIDLEG der Begriff des «qualifizierten Anlegers» in Art. 10 KAG abgeändert und durch die Definition des «professionellen Kunden» ersetzt werden soll. Damit könnte eine weitere Verschärfung der bestehenden An-

<sup>72</sup> Erläuterungsbericht, S. 2.

<sup>73</sup> Erläuterungsbericht, S. 3.

<sup>74</sup> 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, sowie Änderungsrichtlinie 2010/73/EU vom 24. November 2010 (zit. «Prospektrichtlinie»).

<sup>75</sup> Erläuterungsbericht, S. 60.

<sup>76</sup> Erläuterungsbericht, S. 35 zu Art. 3 lit. b. FIDLEG.

<sup>77</sup> Erläuterungsbericht, S. 59.

<sup>78</sup> Kritisch zur Prospektpflicht bei Sekundärmarkttransaktionen: PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI (FN 71), Ziff. 4.1.

<sup>79</sup> Erläuterungsbericht, S. 40.

<sup>80</sup> Erläuterungsbericht, S. 40.

<sup>81</sup> PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI (FN 71); Ziff. 4.1.

<sup>82</sup> Erläuterungsbericht, S. 60.

<sup>83</sup> Vgl. Art. 4 Abs. 4 FIDLEG und Art. 10 Abs. 3 KAG (in der Fassung vom 1. Januar 2014).

<sup>84</sup> Erläuterungsbericht, S. 41.

forderungen hinsichtlich qualifizierter Anleger verbunden sein.

Weiter besteht nach FIDLEG keine Prospektpflicht, wenn ein Angebot zwar öffentlich ist, aber an weniger als 150 sog. *Privatkunden* (d.h. Kunden, die nicht professionelle Kunden sind [Art. 4 Abs. 2 FIDLEG]) gerichtet ist. Auf die Erstellung eines Prospekts kann ferner verzichtet werden, wenn ein öffentliches Angebot nur für solche Privatkunden gilt, die jeweils Effekten im Wert von mindestens CHF 100'000.– erwerben.

Hinsichtlich der Modalitäten der ausgegebenen Effekten besteht schliesslich dann keine Prospektpflicht, wenn die Mindeststückelung (z.B. einer Anleihe) CHF 100'000.– beträgt oder wenn das Gesamtvolumen der Emission CHF 100'000.– nicht übersteigt.

#### 4. Ausnahme von der Prospektpflicht bei bestimmten Arten von Effekten

Art. 39 FIDLEG zählt in einem abschliessenden Katalog verschiedene Arten von Effekten auf, bei deren Vorliegen trotz öffentlichen Angebots keine Prospektpflicht besteht. Laut Erläuterungsbericht geht es bei den Ausnahmen in Art. 39 FIDLEG um Fälle, in denen eine «gleichwertige Information» der Anleger anderweitig gewährleistet ist, sodass sich die Erstellung eines (zusätzlichen) Prospekts nicht mehr rechtfertigt.<sup>85</sup> Dies ist laut Gesetzesentwurf z.B. der Fall, wenn im Rahmen von Fusionen und Spaltungen und dgl. Beteiligungspapiere ausgegeben werden, und im Fusionsbericht gleichwertige Informationen enthalten sind wie in einem Prospekt. Das Gleiche gilt z.B. auch für öffentliche Übernahmen, wenn Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden und ein Übernahmeprospekt erstellt wird.

Wie der im Erläuterungsbericht und in Art. 39 FIDLEG mehrfach gebrauchte Rechtsbegriff «gleichwertige Information» im Einzelnen auszulegen sein wird, bleibt vorerst noch offen. Art. 39 FIDLEG ist an Art. 33 des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange angelehnt (der sich wiederum an der EU-Prospektrichtlinie orientiert).<sup>86</sup> Es wird sich deshalb bei einem allfälligen Inkrafttreten des FIDLEG die Frage stellen, inwiefern das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange zur Auslegung des FIDLEG herangezogen werden kann oder sogar muss. Gleiches gilt für die Prospektrichtlinie, die laut Erläuterungsbericht als Vorbild für den 3. Teil des FIDLEG gedient haben soll.<sup>87</sup> Im Zusammenhang mit klassischen KMU-Anleihen, die dem Publikum an-

geboten werden, dürfte Art. 39 FIDLEG indes kaum Bedeutung erlangen.

#### 5. Wechselwirkungen mit dem Banken- und Börsenaufsichtsrecht

Es stellt sich die Frage, wie das Zusammenspiel zwischen dem Bankenaufsichtsrecht und dem FIDLEG ausgestaltet sein wird. Nach geltendem Recht bestehen gewisse Unsicherheiten.<sup>88</sup> Das FIDLEG sieht diesbezüglich zwar keine Änderungen im BankG oder in der Bankenverordnung (BankV) vor. Dafür enthält das FINIG, das zusammen mit dem FIDLEG in die Vernehmlassung geschickt wurde und das heutige BankG und BEHG mindestens zum Teil ablösen soll,<sup>89</sup> Koordinierungsbestimmungen.

Gemäss Art. 13 FINIG ist die gewerbsmässige Entgegennahme von Publikumseinlagen nur in den ausdrücklich vom Gesetz bestimmten Fällen zulässig, und zwar ausschliesslich für bewilligte Banken und teilweise für sog. *Wertpapierhäuser* (heute *Effektenhändler* genannt).<sup>90</sup> Der Begriff der Publikumseinlage nach geltendem Recht dürfte auch unter dem neuen FINIG seine Gültigkeit behalten. Entsprechend sieht Art. 13 Abs. 2 FINIG Ausnahmen vom Verbot der gewerbsmässigen Entgegennahme von Publikumseinlagen für den Fall vor, dass gemäss den Vorschriften des 3. Titels des FIDLEG für Forderungspapiere ein Prospekt oder ein Informationsblatt erstellt wurde.

Nach dem Gesagten würde nach der hier vertretenen Meinung die Rechtssicherheit im Hinblick auf die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts erheblich erhöht. Das FINIG klammert sämtliche Forderungspapiere, also auch Anleiheobligationen, deren öffentliche Emission dem 3. Titel des FIDLEG unterstehen, integral aus dem FINIG aus, weshalb sich ein Emittent grundsätzlich auf die gesetzlichen Ausnahmen von der Prospektpflicht verlassen können. Damit entfele im Gegensatz zum geltenden Recht die Erstellung eines Emissionsprospekts «auf Vorrat» für gemäss OR nicht öffentliche Emissionen, um eine Bewilligungspflicht nach BankG zu verhindern.<sup>91</sup>

#### 6. Informationspflichten ausserhalb der Prospektpflicht

Art. 41 FIDLEG sieht für den Fall, dass eine Prospektpflicht fehlt, gewisse Anforderungen an die Information von Anlegern vor. Es ist die «Gleichbehandlung» unter Anlegern zu gewährleisten, wenn «wesentliche Informationen» durch den Emittenten bzw. Anbieter eines

<sup>85</sup> Erläuterungsbericht, S. 61.

<sup>86</sup> Ein Kotierungsreglement hat internationalen Standards Rechnung zu tragen: Art. 8 Abs. 3 BEHG; Baker&McKenzie (Hrsg.), *The SIX Swiss Exchange Listing Rules*, Zürich 2014, THEODOR HÄRTSCH, Art. 28 N 1.

<sup>87</sup> Vgl. vorne Ziff. III.

<sup>88</sup> Vgl. vorne Ziff. II.2.

<sup>89</sup> Erläuterungsbericht, S. 3.

<sup>90</sup> Art. 13 Abs. 1 i.V.m. Art. 40 Abs. 2 und Art. 42 Abs. 1 lit. a. FINIG.

<sup>91</sup> Vgl. vorne Ziff. II.2.

Finanzinstruments «bekannt» gemacht werden. Laut Erläuterungsbericht soll die Bestimmung sicherstellen, dass vom «Anbieter» abgegebene Informationen allen vom Angebot erfassten Anlegern gleichermaßen zugänglich gemacht werden, wenn sich diese mangels Prospekt über ein Finanzinstrument «nicht kundig machen können».<sup>92</sup>

Zunächst stellt sich die Frage, für welche Fälle der prospektfreien Emission die Informations- bzw. Gleichbehandlungspflicht gilt. Nur für den Fall, dass zwar ein öffentliches Angebot vorliegt, aber wegen eines Ausnahmetatbestands gemäss Art. 38 oder 39 FIDLEG eine Prospektspflicht entfällt? Oder auch dann, wenn bei sog. *Privatplatzierungen* gar kein öffentliches Angebot und damit auch keine Prospektspflicht besteht?<sup>93</sup>

Sodann ist unklar, welche Informationen von der Gleichbehandlungspflicht erfasst sind. Dem Wortlaut des Entwurfes sowie den Erklärungen im Erläuterungsbericht zufolge wird durch Art. 41 FIDLEG keine neue ad hoc Informationspflicht begründet, wie sie z.B. das Börsenrecht kennt. Vielmehr wäre nach der hier vertretenen Auffassung die Gleichbehandlung nur für den Fall zu gewährleisten, dass *wesentliche Informationen* unangefordert an Anleger offen gelegt werden sollen.<sup>94</sup> Der Inhalt dieser Informationspflicht sollte im Gesetz noch präzisiert werden.<sup>95</sup> Der Erläuterungsbericht verweist lediglich auf Informationen zum «Finanzinstrument», ohne aber zu präzisieren, ob damit Informationen nur zum Finanzinstrument selbst, d.h. z.B. Funktion und Risiken, oder auch Angaben zum Emittenten gemeint sind.

Fraglich ist sodann, ob die Informationspflicht sowohl gegenüber bestehenden als auch gegenüber potentiellen Anlegern besteht. Zweck der Bestimmung dürfte sein, trotz fehlender Prospektspflicht eine minimale Transparenz und somit Gleichbehandlung für potentielle Anleger zu gewährleisten. Existiert ein Prospekt, wird die Gleichbehandlung der potentiellen Anleger durch die Pflicht des Emittenten sichergestellt, indem ein Prospekt zu bewilligen, zu veröffentlichen und allenfalls nachträglich anzupassen ist. Zusätzliche ad hoc Informationspflichten des Emittenten sieht das FIDLEG nach Bewilligung eines Prospekts für Finanzinstrumente nicht vor. Es ist deshalb nicht einzusehen, warum mangels Prospektspflicht weitergehende Informationspflichten bestehen sollten.

<sup>92</sup> Erläuterungsbericht, S. 62.

<sup>93</sup> Dies ist z.B. der Fall bei einer Anleiheemission durch einen Finanzdienstleister an einen ausgewählten Kreis von Anlegern. Ein Finanzdienstleister, z.B. Vermögensverwalter, untersteht generell dem FIDLEG.

<sup>94</sup> «[...] die vom Anbieter abgegebenen Informationen[...]»: Erläuterungsbericht, S. 62.

<sup>95</sup> Die Schweizerische Bankiervereinigung plädiert in ihrer Stellungnahme zum FIDLEG für einen gänzlichen Verzicht auf die zusätzlichen Informationspflichten: Stellungnahme Bankiervereinigung zum FIDLEG vom 31. Oktober 2014, abrufbar unter: <www.swiss-banking.org/stellungnahme-20141031.htm>, S. 31.

Zur Frage, welche rechtlichen Konsequenzen die Verletzung des Gleichbehandlungsgebots nach Art. 41 FIDLEG haben könnte, schweigen sich der Gesetzesentwurf und der Erläuterungsbericht aus. Diese und die weiteren genannten Unklarheiten sollte der Bundesrat in einer allfälligen Botschaft ausführlicher thematisieren, um Klarheit in der praktischen Anwendung zu schaffen.

## 7. Prospektpflicht bei Anleiheemissionen von KMU

Stellt man das geltende Recht zu Anleiheemissionen den neuen Bestimmungen im FIDLEG gegenüber, ergibt sich zunächst nichts Neues. Werden Anleiheobligationen durch ein KMU öffentlich angeboten, muss grundsätzlich ein Emissionsprospekt erstellt werden, was bereits nach geltendem Recht gilt. Gemäss FIDLEG wäre aber neu zu prüfen, ob einer der Ausnahmetatbestände nach Art. 38 oder Art. 39 FIDLEG gegeben ist, sodass die Prospektspflicht unter Umständen entfällt.

Die genannten Ausnahmen zur Prospektpflicht gelten für alle Emittenten, d.h. sind keine für KMU spezifischen Erleichterungen. Es stellt sich deshalb die Frage, ob (wie im Erläuterungsbericht angekündigt) die inhaltlichen Anforderungen an Emissionsprospekte von KMU tatsächlich herabgesetzt sind.

## V. Ausgestaltung eines Prospekts nach FIDLEG

Steht fest, dass für die Emission einer Anleiheobligation ein Prospekt erstellt werden muss, regeln die Art. 42 ff. FIDLEG die Anforderungen an diesen. Im Gegensatz zum geltenden Recht gibt das FIDLEG die Form und den zwingenden Inhalt eines Emissionsprospekts genauer und ausführlicher vor. Ziel ist es dabei, dem Anleger die für seinen *Anlageentscheid wesentlichen Informationen* zu vermitteln.

### 1. Angaben zum Emittenten und Garantiegeber gemäss Art. 42 Abs. 1 lit. a FIDLEG

Gemäss Art. 42 FIDLEG sind Angaben zu den Organen des Emittenten zu machen, wobei nicht auf einen «engen formellen Organbegriff abgestellt werden soll».<sup>96</sup> Auch die Mitglieder der Geschäftsleitung sind zu nennen, genauer der obersten Geschäftsleitung, die auf die Geschäftstätigkeit und Willensbildung des Emittenten effektiv Einfluss nehmen kann.<sup>97</sup>

<sup>96</sup> Erläuterungsbericht, S. 62.

<sup>97</sup> So auch im Kotierungsreglement der SIX: Baker&McKenzie (Hrsg.), *The SIX Swiss Exchange Listing Rules*, Zürich 2014, THEODOR HÄRTSCH, Art. 28 N 10.

Es sind sodann die letzte Jahresrechnung bestehend aus Bilanz und Erfolgsrechnung samt Anhang und - sofern eine Revisionsstelle existiert - deren Bericht offen zu legen. Hat ein Emittent keine Revisionsstelle, ist zumindest gemäss dem Gesetzeswortlaut offenbar keine ad hoc Revision mehr durchzuführen. Auch soll es keine Rolle mehr spielen, ob der Stichtag der letzten Jahresrechnung mehr als 6 Monate zurückliegt. Es ist indessen davon auszugehen, dass es sich hierbei um ein redaktionelles Versehen handelt. Eine Jahresrechnung ist wegen ihrer Stichtagsbezogenheit nur beschränkt geeignet, den Geschäftsgang eines Emittenten verlässlich abzubilden. Daher ist zu fordern, dass der Bilanzstichtag der im Prospekt veröffentlichten Jahresrechnung wenigstens nicht zu weit hinter dem Emissionstermin zu liegen kommt. Die geltende Regel von 6 Monaten ist vernünftig. Auch ist zu fordern, dass die im Prospekt veröffentlichte Jahresrechnung revidiert wurde. Dies ist für ein KMU zwar mit Kosten verbunden, erscheint jedoch unerlässlich, um ein Minimalvertrauen bei den potentiellen Anlegern aufzubauen.

Ein Emittent muss im Prospekt neuerdings Angaben zu seiner Geschäftslage sowie zu den wesentlichen Perspektiven, Risiken und Streitigkeiten machen. Dies ist eine der wesentlichen Neuerungen im FIDLEG. Mit «Geschäftslage» ist die finanzielle Lage gemeint. Angaben zur Geschäftslage sind laut Erläuterungsbericht nur erforderlich, sofern sich die finanzielle Lage nicht bereits aus der Jahresrechnung genügend erschliesst.<sup>98</sup> Angaben zur finanziellen Entwicklung in der Zukunft fallen demgegenüber unter «Perspektiven», ebenso Informationen zur Marktentwicklung und wie sich der Emittent auf diese vorbereitet.

Es sind die wesentlichen Risiken aufzuzählen, welchen der Emittent ausgesetzt ist, und die einen negativen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit und damit die Ertragskraft des Emittenten haben könnten. Der Erläuterungsbericht nennt beispielhaft Abhängigkeiten von Patenten und Lizenzen oder Änderungen im regulatorischen Umfeld.<sup>99</sup> Schliesslich sind Hinweise auf laufende oder zukünftige Rechtsstreitigkeiten zu machen. Auch diese können einen Emittenten hart treffen und einen Einfluss auf seine Geschäftstätigkeit haben.

Der Gesetzeskatalog in Art. 42 Abs. 1 lit. a FIDLEG ist nicht abschliessend («namentlich»). Im Prospekt sind alle für den Anlageentscheid wesentlichen Angaben zu machen. Welche Angaben das sein könnten, die nicht bereits im Gesetzeskatalog explizit genannt sind, dürfte wie bereits nach geltendem Recht im Einzelfall nicht einfach zu beurteilen sein. Dies ist der Rechtsicherheit, im Hinblick auf die auch vom FIDLEG vorgesehene Prospekthaftung, abträglich.

<sup>98</sup> Erläuterungsbericht, S. 62.

<sup>99</sup> Erläuterungsbericht, S. 62.

Neu soll in einem Prospekt auch eine Zusammenfassung enthalten sein mit den sog. *Schlüsselinformationen*.<sup>100</sup> Der Erläuterungsbericht nennt in diesem Zusammenhang z.B. Angaben zum Verwendungszweck der vom Emittenten im Rahmen der Emission aufgenommen Vermögenswerte (z.B. Kommissionen an Vermittler, Investition in neue Projekte usw.) bzw. die Gründe für die Emission. Sind solche Informationen in einer Zusammenfassung aufzuführen, müssen sie vermutlich erst recht im Hauptprospekt enthalten sein.

Wie schon im Zusammenhang mit Art. 39 FIDLEG festgestellt,<sup>101</sup> ist die Nähe der Vorschriften bzw. des Wortlauts von Art. 44 FIDLEG zum Kotierungsreglement bzw. seinen Zusatzreglementen der SIX Swiss Exchange sowie der Prospektrichtlinie unverkennbar. Daher wird sich die Frage stellen, inwiefern diese Regularien bei der Auslegung des FIDLEG zu berücksichtigen sein werden. Es bleibt bei einem Inkrafttreten sodann abzuwarten, ob der Bundesrat im Rahmen der von ihm zu erlassenden Ausführungsbestimmungen (Art. 47 FIDLEG) etwas Klarheit schafft. Dies wäre zu hoffen, auch um der Überprüfungsbehörde, die in Zukunft die Prospekte vor ihrer Veröffentlichung genehmigen soll, die Arbeit zu erleichtern.<sup>102</sup>

## 2. Angaben zu den Effekten gemäss Art. 42 Abs. 1 lit. b FIDLEG

Der Prospekt hat Angaben zu den öffentlich angebotenen Effekten zu machen. Im Zusammenhang mit Obligationenanleihen sind dies die Anleihsbedingungen wie Stückelung, Laufzeit, Zins, Amortisation, Kündigungsrechte, Sicherheiten, Übertragungsmodalitäten usw., wobei im Zusammenhang mit Garantien der Katalog nach Art. 42 Abs. 1 lit. a FIDLEG zu berücksichtigen ist. Neu ist der Anleger auch über die besonderen Risiken der Effekten aufzuklären. Laut Erläuterungsbericht regelt der Bundesrat in einer Ausführungsverordnung die Einzelheiten (Art. 47 FIDLEG).<sup>103</sup>

## 3. Angaben zum öffentlichen Angebot gemäss Art. 42 Abs. 1 lit. c FIDLEG

Aus dem Prospekt müssen die Einzelheiten des öffentlichen Angebots ersichtlich sein. Dabei geht es namentlich um das geplante Volumen der Emission inkl. allfälliger

<sup>100</sup> Art. 42 Abs. 3 und Art. 44 FIDLEG; Erläuterungsbericht, S. 63.

<sup>101</sup> Vgl. vorne Ziff. IV.4.

<sup>102</sup> Vgl. hierzu hinten Ziff. V.7.; Es ist zu erwarten, dass ähnlich der Prospektrichtlinie oder des SIX Swiss Exchange Kotierungsreglements verbindliche Checklisten zur Verfügung gestellt werden, welche sowohl für die Emittenten als auch für die Überprüfungsbehörde die Arbeit am Prospekt rationalisiert. Vgl. hierzu auch Baker&McKenzie (Hrsg.), *The SIX Swiss Exchange Listing Rules*, Zürich 2014, THEODOR HÄRTSCH, Art. 28 N 5.

<sup>103</sup> Erläuterungsbericht, S. 63.

Aufstockungen, die Zeichnungs- und Zahlungsfristen sowie das Vorgehen für den Fall, dass die Anleihe überzeichnet ist, d.h. mehr potentielle Anleger vorhanden sind als angebotene Effekten. Auch hier soll der Bundesrat die erforderlichen Ausführungsbestimmungen erlassen (Art. 47 FIDLEG).

#### 4. Form des Prospekts

Der Prospekt hat in einer der Amtssprachen oder auf Englisch abgefasst zu sein. Er besteht entweder aus einem einzigen Dokument oder aus mehreren Einzeldokumenten, die gestaffelt veröffentlicht werden dürfen, was sich bei wiederkehrenden Emissionen des gleichen Emittenten anbietet.<sup>104</sup> Der Prospekt kann diesfalls auf ein sog. *Registrierungsformular* mit Angaben zum Emittenten, auf eine Effektenbeschreibung sowie auf eine Zusammenfassung aufgeteilt werden. Ein Verweis auf zusätzliche Dokumente, die gleichzeitig mit dem Prospekt veröffentlicht werden oder bereits veröffentlicht wurden, ist nur im Registrierungsformular und in der Effektenbeschreibung zulässig, nicht aber in der Zusammenfassung. Die Dokumente, auf die verwiesen wird, müssen ebenfalls einen Hinweis darauf enthalten, zu welchem Prospekt sie gehören und welche anderen Verweisdokumente existieren. Das *incorporation by reference*<sup>105</sup> soll also unter dem FIDLEG explizit erlaubt sein. Der Bundesrat soll diesbezüglich die Einzelheiten regeln um sicherzustellen, dass durch Verweise die Aussagekraft eines Prospekts nicht beeinträchtigt wird.<sup>106</sup>

Wie bereits erwähnt,<sup>107</sup> ist zwingend eine Zusammenfassung in den Prospekt aufzunehmen, die einerseits dem Anleger einen Überblick über die wesentlichen Informationen der Emission gibt, und die es andererseits ermöglicht, einen Vergleich zu anderen Effekten und Emittenten zu machen. Um diese Funktion zu gewährleisten, wird der Bundesrat beauftragt, die in der Zusammenfassung zu machenden Angaben bzw. deren Darstellung in einer Verordnung zu regeln.

Hinsichtlich Anleiheemissionen, die eine Aufstockungsmöglichkeit vorsehen oder im Rahmen eines Anleiheprogramms mit gestaffelten Emissionen emittiert werden, ermöglicht das FIDLEG einem Emittenten, einen sog. *Basisprospekt* zu erstellen, der die endgültigen Anleihebedingungen noch nicht enthalten muss. Diese können jeweils in *Nachträgen* dem Publikum zugänglich gemacht werden, spätestens aber vor Beginn der Emission. Wiederum regelt der Bundesrat die Einzelheiten.

#### 5. Erleichterungen hinsichtlich der Erstellung eines Prospekts

Dem Bundesrat soll die Kompetenz erteilt werden, gewisse Erleichterungen im Hinblick auf den Inhalt und die Ausgestaltung eines Prospekts vorzusehen. Ziel soll u.a. sein, den KMU die öffentliche Kapitalaufnahme zu erleichtern.<sup>108</sup>

Erleichterungen sollen zunächst gewährt werden, wenn ein Emittent die Schwellenwerte in Art. 48 Abs. 1 FIDLEG bzw. Art. 727 Abs. 1 Ziff. 2 OR unterschreitet und deshalb nicht der ordentlichen Revision untersteht. Dies wird damit begründet, dass eine fehlende Revisionspflicht auch auf ein vermindertes Informationsbedürfnis des Publikums bzw. der Anleger schliessen lassen.<sup>109</sup> Ob dem so ist, muss an dieser Stelle offen bleiben. Sodann sollen Erleichterungen gelten für Emittenten, die sich nur in geringem Masse auf einem Handelsplatz kapitalisieren oder nur Bezugsrechte emittieren.

Bei der Ausgestaltung der Erleichterungen für die Prospekterstellung soll der Bundesrat den Bedarf der Anleger nach transparenter Information und Schutz sowie die Interessen der Emittenten an einer effizienten Prospekterstellung gleichermassen berücksichtigen.<sup>110</sup> Bei Inkrafttreten des FIDLEG wird sich der Bundesrat wohl stark an den diesbezüglichen Vorgaben der Prospekttrichtlinie bzw. der dazugehörigen Ausführungsverordnung der Kommission<sup>111</sup> orientieren.

#### 6. Basisinformationsblatt

Werden die Anleihen *Privatanlegern* zur Zeichnung angeboten, so ist zusätzlich zu einem Prospekt auch ein sog. *Basisinformationsblatt* zu erstellen und zu veröffentlichen (Art. 58 ff. FIDLEG). Dieses muss die wesentlichen Informationen enthalten, damit die Anleger eine fundierte Anlageentscheidung treffen und unterschiedliche Finanzinstrumente miteinander vergleichen können. Insbesondere sind die Art und die Merkmale des Finanzinstruments und das Risiko- sowie das Renditeprofil des Finanzinstruments, namentlich die Wahrscheinlichkeit eines Kapitalverlusts, zu erklären. Zudem müssen die den Anlegern effektiv entstehenden Kosten des Finanzinstruments, die Mindesthaltedauer und das Liquiditätsprofil des Finanzinstruments erläutert werden. Der Bundesrat regelt die Einzelheiten in einer Verordnung.

Bei der Emission von Aktien oder ähnlichen Beteiligungspapieren (wie Genussscheine oder Partizipationsscheine)

<sup>104</sup> Erläuterungsbericht, S. 65.

<sup>105</sup> Vgl. vorne Ziff. II.3.

<sup>106</sup> Erläuterungsbericht, S. 64.

<sup>107</sup> Vgl. vorne Ziff. V.1.

<sup>108</sup> Erläuterungsbericht, S. 3.

<sup>109</sup> Erläuterungsbericht, S. 67.

<sup>110</sup> Erläuterungsbericht, S. 67.

<sup>111</sup> Delegierte Verordnung (EU) 486/2012 der Kommission vom 30. März 2012.

muss kein Basisinformationsblatt erstellt und veröffentlicht werden. Laut Erläuterungsbericht sind das Wesen und die damit verbundenen Rechte und Pflichten einer Aktie den Anlegern bekannt. Dies offenbar im Gegensatz zu Forderungspapieren wie z.B. Anleihen, die u.U. das Recht zum Bezug von Aktien enthalten.<sup>112</sup> Damit ist für sämtliche Anleihssemissionen (und allenfalls auch bei einem nachfolgenden öffentlichen Verkauf am Sekundärmarkt), mit oder ohne Wandel- bzw. Optionsrecht, ein Basisinformationsblatt zu erstellen, sofern nicht ausschliesslich professionelle Kunden angesprochen sind.<sup>113</sup>

## 7. Prüfungspflicht und Veröffentlichung

Neu sollen Emissionsprospekte vor ihrer Veröffentlichung geprüft und genehmigt werden, und zwar von einer oder mehreren unabhängigen Prüfstellen, die von der FINMA bewilligt und beaufsichtigt werden, aber nicht zwingend behördliche Stellen sein müssen (Art. 53 FIDLEG).<sup>114</sup> Geprüft werden sollen die Kohärenz, Vollständigkeit und Verständlichkeit eines Prospekts, nicht aber die materielle Richtigkeit der Angaben (Art. 52 Abs. 1 FIDLEG).

Art. 52 Abs. 2 FIDLEG ermächtigt den Bundesrat, Forderungspapiere zu bezeichnen, deren Prospekt erst nach der Veröffentlichung geprüft werden muss, und zwar wenn eine Bank oder ein Wertpapierhaus (heute Effektenhändler genannt) garantiert, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung die wichtigsten Informationen über den Emittenten und die Effekte vorliegen. Diese Ausnahme ist namentlich für Anleihsobligationen relevant. Einem Emittenten wird so ermöglicht, auf Marktchancen und Anlegererwartungen rasch zu reagieren und das Publikum ohne grossen Zeitverlust entsprechend zu informieren, was insbesondere für institutionelle Emittenten ein Bedürfnis ist.<sup>115</sup> Gemäss FIDLEG soll diese Ausnahme indes nur unter Mitwirkung einer Bank oder eines Wertpapierhauses möglich sein, weshalb sie für die hier diskutierte KMU-Anleihe (ohne Börsenkotierung) kaum relevant ist.

Ergeben sich zwischen Genehmigung des Prospekts und dem Ende eines öffentlichen Angebots neue Umstände,

die einen Einfluss auf die Bewertung der Effekten haben könnten, muss zwingend ein Nachtrag zum Prospekt erstellt und veröffentlicht werden, der ebenfalls der Genehmigungspflicht unterliegt. Es kommt nicht darauf an, wann die Umstände eingetreten, sondern wann sie festgestellt worden sind. Auch wesentliche Korrekturen in einem Prospekt müssen nachträglich im Rahmen eines Nachtrags genehmigt werden, sofern sie einen Einfluss auf die Bewertung der Effekte haben.<sup>116</sup> Nach Veröffentlichung eines Nachtrags steht den Anlegern unter gewissen Voraussetzungen das Recht zu, die Zusage zur Zeichnung bzw. zum Erwerb von Effekten nachträglich zu widerrufen (Art. 57 FIDLEG).

Es stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob ein in der Schweiz nach FIDLEG genehmigter Prospekt auch in der EU verwendet werden könnte, wie dies heute im Verhältnis zwischen den EU-Mitgliedstaaten in gewisser Weise der Fall ist.<sup>117</sup> Mangels eines internationalen Abkommens zwischen der Schweiz und der EU bzw. mit den einzelnen EU-Mitgliedstaaten bestünde auch nach einer Einführung des FIDLEG kein rechtlicher Anspruch, einen in der Schweiz genehmigten Emissionsprospekt unbeschadet im Staatsgebiet eines EU-Mitglieds zu verwenden. Vielmehr steht es jedem EU-Mitgliedstaat frei, einen schweizerischen Prospekt anzuerkennen, sofern er internationalen Standards entspricht und deshalb gleichwertig ist.<sup>118</sup> Immerhin besteht die Möglichkeit, dass ein einmal in einem EU-Mitgliedstaat genehmigter schweizerischer Prospekt als gleichwertig anerkannt wird und damit in der ganzen EU verwendet werden kann. Diese Möglichkeit besteht aber schon heute, ohne dass es ein FIDLEG erfordert, weil die ausländischen Behörden einen schweizerischen Prospekt gestützt auf eigenes Recht autonom (unter Vorbehalt zwingenden EU-Rechts) prüfen und genehmigen können.

Im umgekehrten Fall soll gemäss FIDLEG dereinst Ähnliches gelten. Wenn ein ausländischer Prospekt für die Verwendung in der Schweiz geprüft werden soll, kann die Bewilligungsbehörde diesen unter gewissen Voraussetzungen genehmigen (Art. 55 FIDLEG). Auch in diesem Zusammenhang ist daran zu erinnern, dass es schon heute möglich ist, einen ausländischen Emissionsprospekt in der Schweiz zu verwenden. Ob dieser den schweizerischen Vorschriften entspricht, ist im Rahmen einer allfälligen Prospekthaftung vom Gericht zu überprüfen. In der Praxis werden ausländische Emissionsprospekte für das schweizerische Angebot mit einem Zusatz, einem sog. *Swiss wrap* versehen, der alle gemäss schweizerischem Recht erforderlichen Angaben im Prospekt enthält.<sup>119</sup>

<sup>112</sup> Erläuterungsbericht, S. 73.

<sup>113</sup> PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI (FN 71), Ziff. 4.2., plädieren dafür, dass auch die Emission von Anleihen an Privatkunden ohne Basisinformationsblatt möglich sein sollte.

<sup>114</sup> Erläuterungsbericht, S. 69. Angesichts des Umstands, dass die Prüfungsstelle «nur» kostendeckende Gebühren verlangen darf (Art. 53 Abs. 4 FIDLEG), ist ein Engagement von Privaten wohl eher fraglich. Die SIX Swiss Exchange würde sich aber laut ihrer Stellungnahme zur Vernehmlassung bei einem Inkrafttreten als Prüfungsstelle (mit Vorbehalten) bewerben, vgl. Medienmitteilung vom 03.11.2014, abrufbar unter: <[http://www.six-swiss-exchange.com/media\\_releases/online/media\\_release\\_201411031653\\_de.pdf](http://www.six-swiss-exchange.com/media_releases/online/media_release_201411031653_de.pdf)>.

<sup>115</sup> TILL SPILLMANN, FIDLEG: Prospektregelung, Referat anlässlich des Seminars des Europainstituts Zürich vom 26.11.2014 «Kapitalmarkttransaktionen X», Referatsfolie Nr. 22.

<sup>116</sup> Erläuterungsbericht, S. 71.

<sup>117</sup> Art. 17 f. EU-Prospektrichtlinie.

<sup>118</sup> Art. 20 EU-Prospektrichtlinie.

<sup>119</sup> KUKO OR-BÖSCH/LEISINGER, Art. 1156 N 42.

## 8. Haftung

Wie das geltende Recht sieht auch das FIDLEG eine Prospekthaftung vor (Art. 69 FIDLEG). Die neue Regelung entspricht ihrem Wortlaut nach grundsätzlich der bisherigen Haftungsbestimmung von Art. 752 OR. Sie ist zudem an die neuen Prospektspflichten angepasst worden.<sup>120</sup> So wird etwa darauf hingewiesen, dass die Prospekthaftung auch für das Basisinformationsblatt gilt.

Neu sieht die Haftungsregelung eine Umkehr der Beweislast hinsichtlich des Verschuldens vor. So soll es in Zukunft Sache des potentiell Haftpflichtigen sein, zu beweisen, dass ihn bei der Erstellung des mangelhaften Prospekts kein Verschulden trifft. Abgesehen von dieser Neuigkeit wird zumindest dem Wortlaut nach kein Neuland beschritten, was bedauerlich ist.<sup>121</sup> Bemerkenswert ist immerhin, dass gemäss FIDLEG für alle in- und ausländischen Emittenten (unabhängig von ihrer Rechtsform) sowie für sämtliche Personen, die an einem Prospekt mitwirken, die gleiche Haftungsnorm zur Anwendung gelangen wird.

Aufgrund gewisser neuer Elemente des Prospektrechts im FIDLEG werden sich jedenfalls neue Einzelfragen zur Haftung stellen. Wie wirkt sich z.B. die Genehmigung eines Prospekts auf eine spätere Haftung aus? Die Prüfstelle soll zwar den Prospekt nicht auf materielle Richtigkeit aber hinsichtlich Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit prüfen. Gemäss im FIDLEG vorgesehener Prospekthaftung, die wie erwähnt mit derjenigen des geltenden Rechts im Kern übereinstimmt, ist ein Prospekt fehlerhaft, wenn er unwahr, unvollständig oder irreführend, d.h. *unverständlich oder inkohärent*, ist.<sup>122</sup> Die Frage der Vollständigkeit ist für die materiell rechtliche Frage der Haftung zentral, weil zu prüfen ist, ob die für den Anlageentscheid wesentlichen Informationen unterdrückt worden sind oder nicht. Allerdings versteht es sich von selbst, dass die Prüfungsstelle ohne Kenntnis der wahren Umstände nicht abschätzen kann, welche Informationen nebst der bereits offen gelegten noch zusätzlich in einen Prospekt zu integrieren gewesen wären. Entsprechend kann eine Vollständigkeitsprüfung nur dahingehend erfolgen, ob z.B. die in allfälligen Mustervorlagen verlangten Angaben vorhanden sind.

Kann sich nach dem Gesagten nun ein Emittent bzw. jeder, der bei der Prospekterstellung mitgewirkt hat, wenigstens teilweise haftungsbefreiend auf das positive Prüfungsergebnis der Prüfstelle berufen? Und falls dem so wäre, bestünde zu Gunsten des Geschädigten eine Staatshaftung

bzw. für einen allenfalls haftpflichtigen Emittenten ein Regressrecht gegenüber der Prüfstelle? Der Erläuterungsbericht äussert sich nicht zu diesen Fragen.

Grundsätzlich wird man u.E. davon ausgehen müssen, dass die aufsichtsrechtliche Prüfung durch die Prüfstelle einen *formellen* Charakter aufweist und keinen direkten Einfluss auf die materiell-rechtliche Beurteilung durch den Zivilrichter hat. Immerhin wird sich ein Zivilrichter einer vorgängigen Prospektgenehmigung durch die Prüfstelle nicht ganz entziehen können. Er wird mit anderen Worten nicht leichthin eine Prospekthaftung wegen Inkohärenz und Unverständlichkeit bejahen, wenn der Prospekt vorgängig hinsichtlich dieser Aspekte von einer Prüfstelle genehmigt worden ist. Der Emittent bleibt jedenfalls für die Erstellung des Prospekts unabhängig von dessen aufsichtsrechtlicher Genehmigung zivilrechtlich verantwortlich und wird deswegen im Haftungsfall keinen Regress auf die Prüfstelle nehmen können.

## VI. Auswirkungen des FIDLEG auf die Finanzierungsmöglichkeiten von KMU

Es stellt sich abschliessend die Frage, ob und gegebenenfalls in welcher Weise die Vorschriften im FIDLEG zur Prospektpflicht beim öffentlichen Angebot von Anleiheobligationen den Zugang von schweizerischen KMU zum Kapitalmarkt beeinflussen könnten.

Zentral dürften zunächst die in Art. 38 FIDLEG genannten Ausnahmen von der Prospektpflicht sein, die so im geltenden Recht nicht vorgesehen sind. Bei entsprechender Strukturierung der Emission kann auf einen Prospekt überhaupt verzichtet und mithin die Kapitalaufnahme erleichtert werden. Es stellt sich nur die Frage, ob eine prospektfreie Anleihe für die Zwecke einer KMU-Finanzierung auch wirklich öffentlich platziert werden könnte.

Soll eine Anleihe mit Unterstützung eines professionellen Finanzierungsvermittlers oder einer Private Equity Gesellschaft öffentlich platziert werden, kann eine Prospektpflicht in Berücksichtigung von Art. 38 FIDLEG gezielt vermieden werden. Während nach geltendem Recht je nach Anlagestruktur ein Emissionsprospekt auch dann zu erstellen ist, wenn ein öffentliches Angebot ausschliesslich an qualifizierte Anleger nach KAG oder an weniger als 150 Privatanleger gerichtet ist, würde nach dem geplanten Entwurf des FIDLEG ein grosses Spielfeld eröffnet, in welchem mit grosser Rechtssicherheit prospektfreie Finanzierungen strukturiert und vermittelt werden könnten. Soweit dadurch die Kapitalaufnahme von KMU massgeblich erleichtert wird, sind die Vorschriften des FIDLEG klar *zu begrüssen*.

<sup>120</sup> Erläuterungsbericht, S. 78. Zudem soll die Verletzung von Prospektspflichten in Zukunft strafbar sein (Art. 119 FIDLEG).

<sup>121</sup> Vgl. vorne Ziff. II.5. zu den Unsicherheiten und Problemen gemäss geltender Prospekthaftung. Eine widerlegbare Vermutung der Kausalität hätte wohl dem Anlegerinteresse mehr gedient als die Beweislastumkehr hinsichtlich des Verschuldens.

<sup>122</sup> BGE 129 III 71.

Ein differenziertes Bild ergibt sich nach dem geplanten neuen Recht, wenn ein KMU einen Emissionsprospekt erstellen muss, weil keine Ausnahme nach Art. 38 FIDLEG gegeben ist. Zwar besteht schon nach geltendem Recht die Pflicht, bei einem öffentlichen Angebot an Kleinanleger einen Emissionsprospekt zu erstellen, doch würden die Anforderungen an diesen bei einem Inkrafttreten des FIDLEG strenger und dessen Erstellung aufwändiger. Dies muss für die öffentliche Kapitalaufnahme nicht unbedingt nachteilig sein. Die Transparenz eines Finanzinstruments und seines Emittenten kann das Vertrauen der Anleger erhöhen, was das Platzierungsrisiko verringert.

Bei alledem bleibt aber klarzustellen, dass die zahlreichen im FIDLEG vorgesehenen Transparenzvorschriften und Aufklärungspflichten im Rahmen der Erstellung eines Emissionsprospekts oft nur das vorschreiben, was bereits heute «anerkannter Standard» ist. Sie führen aus Sicht der Emittenten deshalb nicht zu massgeblichem Mehraufwand. Es ist schon heute in Emissionsprospekten von Anleihen (auch ohne Börsenkotierung) üblich, den Emittenten, dessen finanzielle Situation, Chancen und Risiken seiner Geschäftstätigkeit usw. genauer darzustellen. Dasselbe gilt für allfällige Sicherheiten. Ohne diese Angaben wird kaum ein Anleger zu einem Investment bewegt werden können. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Anleihe nicht an einer Börse kotiert werden soll und damit kein organisierter Sekundärmarkt existiert. Erhöhte Informations- und Transparenzpflichten ergeben sich schliesslich auch nach geltendem Recht indirekt aus der Prospekthaftung, gemäss welcher ein Prospekt auch dann «fehlerhaft» ist, wenn für einen Anleger wichtige Informationen fehlen, die gemäss Art. 652a oder Art. 1156 OR nicht ausdrücklich verlangt sind.

Durch die neuen Prospektvorschriften des FIDLEG besteht also vor allem die Chance, *Rechtssicherheit zu schaffen*, was das Vertrauen in die entsprechenden Finanzinstrumente zusätzlich erhöht, sowohl auf Seiten der Emittenten als auch bei den Anlegern. Dennoch gilt es Augenmass zu halten. Andernfalls schrecken potentielle Emittenten vor einer Anleiheemission wegen des mit ihr verbundenen Aufwands und den potentiellen Haftungsrisiken zurück. Das FIDLEG überträgt dem Bundesrat an zahlreichen Stellen die Kompetenz, Ausführungsbestimmungen zu erlassen und es ermöglicht ihm auf diese Weise, *spezifische Erleichterungen für KMU* vorzusehen (Art. 47 und Art. 48 FIDLEG). Der Bundesrat sollte von dieser Möglichkeit so umfassend wie gesetzlich zulässig Gebrauch machen,<sup>123</sup> wenn das FIDLEG dereinst in Kraft tritt. Bis zur Veröffentlichung eines Verordnungsentwurfs durch den Bundesrat

kann deshalb im heutigen Zeitpunkt nicht abschliessend beurteilt werden, ob die im erläuternden Bericht zum FIDLEG angekündigten Erleichterungen für die Emission von KMU-Anleihen vollständig umgesetzt werden.

Die Vernehmlassung zum FIDLEG dauerte bis am 17. Oktober 2014. Die Ergebnisse hat der Bundesrat bis Redaktionsschluss des vorliegenden Aufsatzes noch nicht veröffentlicht. In den zu Redaktionsschluss im Internet öffentlich zugänglichen Stellungnahmen diverser Verbände und Fachgremien aus der Finanzbranche wird die Vernehmlassungsvorlage überwiegend abgelehnt.<sup>124</sup> Die Kritik richtet sich vor allem gegen eine drohende Überregulierung im Vermögensverwaltungsgeschäft. Die geplanten Vorschriften zur Prospektspflicht bei öffentlichen Angeboten von Finanzinstrumenten wurden in den veröffentlichten Stellungnahmen nur selten thematisiert,<sup>125</sup> was auf deren grundsätzliche Akzeptanz schliessen lässt. Auch nach der hier vertretenen Meinung sind die geplanten Prospektvorschriften im FIDLEG, vorbehaltlich griffiger Erleichterungen für KMU, *dem Grundsatz nach klar zu begrüssen*. Umso bedauerlicher wäre es, wenn das FIDLEG zusammen mit den geplanten Prospektvorschriften wegen der Kritik an den Regelungen zum Vermögensverwaltungs- und Versicherungsgeschäft integral abgelehnt würde. So gesehen könnte es Sinn machen, Teile der im FIDLEG enthaltenen Prospektvorschriften (insbesondere zu den Ausnahmen der Prospektspflicht) notfalls in einer eigenen Vorlage zur Ergänzung des Obligationenrechts zu lancieren. Die Botschaft zum FIDLEG soll im Sommer 2015 erscheinen. Ein Inkrafttreten ist frühestens 2017/2018 möglich.<sup>126</sup>

<sup>124</sup> NZZ vom 16.11.2014: Der Finanzsektor lehnt sich gegen den Bundesrat auf; a.A. DANIEL ROTH, Leiter Rechtsdienst des Eidgenössischen Finanzdepartements EFD, FIDLEG: Was kommt auf die Finanzdienstleister zu, Referat anlässlich des Seminars des Europainstituts Zürich vom 26.11.2014 «Kapitalmarkttransaktionen X», Referatsfolien Nr. 13 ff.; ablehnende, im Internet zugängliche Stellungnahmen: Verein zur Qualitätssicherung von Finanzdienstleistungen VQF vom 31. Oktober 2014, abrufbar unter: <<http://www.vqf.ch/images/VQF-Stellungnahme-FIDLEG-FINIG.pdf>>, S. 2; Stellungnahme alliance finance vom 16. Oktober 2014, abrufbar unter: <<http://www.alliance-finance.ch/aktuell/detailansicht/article/unsere-stellungnahme-zum-fidleg.html>>, S. 1; Stellungnahme Schweizerischer Gewerbeverband SGV vom 17. Oktober 2014, abrufbar unter: <<http://www.sgv-usam.ch/nc/content/detailansicht/archive/2014/10/17/article/regulierung-finanzplatz-falsch-verstärkter-kundenschutz-1663.html>>, S. 1; Stellungnahme Stiftung Ombudsmann der Privatversicherung und der SUVA vom 1. Oktober 2014, abrufbar unter: <<http://www.ombudsman-assurance.ch/typo3/fileadmin/Vernehmlass.FIDLEG.pdf>>, S. 2; Stellungnahme economiesuisse vom 31. Oktober 2014, abrufbar unter: <[http://www.economiesuisse.ch/de/PDF%20Download%20Files/VNL\\_FIDLEG\\_20141031.pdf](http://www.economiesuisse.ch/de/PDF%20Download%20Files/VNL_FIDLEG_20141031.pdf)>, S. 1.

<sup>125</sup> Stellungnahme der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 31. Oktober 2014, abrufbar unter: <<http://www.swissbanking.org/fidleg.htm>>, S. 28 ff.; Stellungnahme economiesuisse vom 31. Oktober 2014, abrufbar unter: <[http://www.economiesuisse.ch/de/PDF%20Download%20Files/VNL\\_FIDLEG\\_20141031.pdf](http://www.economiesuisse.ch/de/PDF%20Download%20Files/VNL_FIDLEG_20141031.pdf)>, S. 13, Ziff. 5.12.

<sup>126</sup> DANIEL ROTH (FN 124), Referatsfolie Nr. 18.

<sup>123</sup> Kritisch zu den vom FIDLEG vorgesehenen weitreichenden Gesetzgebungskompetenzen des Bundesrats: PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI (FN 71), Ziff. V.