

## Kapitalmarkt im Internet – Theorie und Praxis

Tagung des Schweizer Forum für Kommunikationsrecht (SF), der Swiss Interactive Media Association (sima) und des Zentrum für Informations- und Kommunikationsrecht der Universität Zürich (ZIK) vom 17. März 2001 in Zürich

CHRISTIAN CHRISTEN\*

Die erste diesjährige Tagung des Veranstaltungszklus «Geschäftsplattform Internet 2001» unter der Leitung von Prof. R. H. WEBER beleuchtete die Thematik «Kapitalmarkt im Internet» aus praktischer und rechtlicher Sicht:

Vor dem Hintergrund des gescheiterten Projekts einer Internetbank der Bank Vontobel erlangte die allgemeine Einführung von Frau Dr. G. PAYER FRUITHOF (UBS) besondere Aktualität. Trotz einer leichten Verlangsamung der Zunahme seien insbesondere im Bereich Privatkunden die Zuwachsraten des Internetbankings nach wie vor vielversprechend und bereits würden hier fast ein Viertel aller Transaktionen über das Internet digital abgewickelt. Bei den Firmenkunden wies die Referentin auf die fundamental unterschiedlichen Ansätze zur Erschliessung des business-to-business resp. business-to-customer E-Bankdienstleistungsmarktes hin: Beim «B2B» müsse zuerst mit nur wenigen ausgewählten Kunden, anfangs möglicherweise auch mit nur geringen Volumen eine sehr enge Zusammenarbeit angegangen werden, bevor sukzessive die Anzahl der Kunden erhöht werden könne. Beim «B2C»-Geschäft dagegen sei rasch bei einem schmalen Leistungsspektrum auf viele Nutzer zu setzen, um hernach die Leistungsinhalte zu vermehren. Ein grosser Vorteil der neuen Technologien sei, dass das in der «alten» Wirtschaft

sich stellende strategische Dilemma eines Anbieters von Produkten und Dienstleistungen, bei grosser Erreichbarkeit («reach») Abstriche an der Angebotsfülle («richness») resp. dem Grad des Informationsstandes beim Kunden hinnehmen zu müssen und umgekehrt, nicht mehr gelte. Das Internet erlaube es, auch in einem Massenmarkt eine breite Palette anzubieten und den (potenziellen) Kunden mit einer Fülle von Informationen zu versorgen. Internetdienstleistungen anzubieten sei dabei für eine Bank oft nicht eine Frage der Innovation, sondern schlicht eine Notwendigkeit, da es den Transformationsprozess eines ganzen Wirtschaftszweigs nicht zu verschlafen gelte. Nichtsdestotrotz handle es sich beim Internetkapitalmarkt weniger um eine Revolution als um eine Evolution, da keine grundsätzlich neuen, sondern nur zusätzliche Möglichkeiten zur Befriedigung bestehender Bedürfnisse geschaffen worden seien.

Dr. D. DAENIKER begann sein mit «Emissionstätigkeit auf dem Internet» titulierte Referat mit der Frage, ob der Kauf von Effekten über das Internet eher einem Kauf eines elektronischen Terminkalenders oder eines Orientteppichs gleiche. Sie stelle sich deshalb, weil sich für den Kauf von standardisierter Massenware das «Netz» geradezu anbiete, während dies für einen speziellen Orientteppich ungleich weniger

der Fall sei. Zuerst erörterte er mögliche Emissionstechniken bei Aktienplatzierungen, so das Fixed Price Offering (Festübernahme), das Bookbuilding-Verfahren (Preisfestsetzung innerhalb einer Bandbreite) und die Auktion (Verkauf an den Meistbietenden). Es habe sich herausgestellt, dass die Vorteile des Bookbuilding – nämlich den Emittenten in die Nachfragesuche und die Preisfindung einzubinden und die Kontakte der Banken zu ausgewählten Kunden nutzen zu können, da beim allotment, der Offerte an institutionelle Zeichner, keine Gleichbehandlungspflicht besteht und somit diejenigen gewählt werden können, die am ehesten ein längeres Halten der Papiere versprechen – dieses Verfahren auch im Zeitalter der Internetemissionen als das geeignetste erscheinen liessen. Die Kontakte der Banken zu potenziellen Zeichnern seien auch der Grund, warum in der Schweiz Selbstemissionen selten seien. Hinsichtlich der Frage, nach welchem Recht sich bei Emissionen an verschiedenen Orten gleichzeitig die Prospekt(haft-)pflicht richte, erachtete DAENIKER den auf das Inkorporationsstatut abstellenden gesellschaftsrechtlichen Ansatz als überholt. Er bevorzugte jenen der Vertriebsbezogenheit, bei welchem an den Ort des (öffentlichen)

\* lic. iur., Rechtsanwalt, Assistent an der Universität Zürich.

Vertriebs angeknüpft wird, somit verschiedene Rechtsordnungen massgeblich sind und die Anlegerschutzvorschriften des jeweiligen Vertriebsstaats zu Anwendung gelangen. Eine Problematik bei Internet Offerings liege darin, dass im Internet die Grenze zwischen Emissionsprospekt und reiner Werbung fließender sei als sonst, da man mit einem «click» vom einen auf das andere gelangen könne. Nach wie vor würden Emissionsprospekte physisch gedruckt und im Internet würde fast immer auf dieses physische Dokument verwiesen. Auch der Kotierungsprospekt gemäss Kotierungsreglement müsse noch immer physisch ausgedruckt werden, wobei hier für das 2. Halbjahr 2001 eine Revision zu erwarten sei. Zuletzt ging der Referent noch auf die US-amerikanische Securities Regulation ein und erläuterte insbesondere die «Regulation S», die besagt, dass bei einem öffentlichen Angebot von Effekten dann keine Pflicht zur Registrierung bei der Börsenaufsichtsbehörde SEC bestehe, wenn eine Auslandsmission keine direkten oder indirekten Einwirkungen auf den US-Markt besitzt (insbesondere keine «direct selling efforts», unterstrichen durch «meaningful disclaimers»). In seinem Fazit kam DAENIKER zum Schluss, Internetmissionen seien zwar technisch möglich, zur Durchführung sei aber das im Internet häufige Auktionsverfahren ungeeignet, da nicht besonders ausgewählte Zeichner oft nur auf kurzfristige Kursgewinne aus seien, was den Kurs des emittierten Papiers nach einer kurzen Hausse wieder zusammenbrechen lasse und nicht im Interesse des Emittenten sein könne. Seiner Ansicht nach bleiben daher Emissionen im Netz auf absehbare Zeit eine blosser Ergänzung zu den herkömmlichen Vertriebsformen. Aus Sicht eines Emittenten stünden Effekten einem Orientteppich also näher als einem elektronischen Terminkalender.

Dr. M. STAEHELIN berichtete über «Neue Vertriebsmodelle für Kapitalmarktinstrumente». Generell sei der Einfluss des Internets auf den Kapitalmarkt jener, dass der Informationsvorsprung der Banken gegenüber dem Kunden verkleinert und die Transaktionskosten gesenkt würden, was das Auftreten fokussierter Spezialisten mit internationaler Präsenz fördere. Finanzdienstleistungen im Internet würden heute hauptsächlich in den Bereichen Information, Zahlungsverkehr, Brokering und «Communities» angeboten. Aufsichtsrechtlich erfasste Anbieter solcher Internet-Finanzdienstleistungen lagerten die internettechnischen Geschäftsbereiche meist aus (sog. Technologie-Outsourcing); hierzu hält das EBK-Rundschreiben 99/2 vom 26. August 1999 fest, dass die auslagernde Unternehmung gegenüber der Aufsichtsbehörde weiterhin die Verantwortung für den ausgelagerten Geschäftsbereich trägt, der Dienstleister dem Geschäftsgeheimnis und – soweit ihm Kundendaten bekannt werden – dem Bank- resp. Berufsgeheimnis der auslagernden Unternehmung zu unterstellen ist, die EBK den ausgelagerten Geschäftsbereich vollumfänglich und jederzeit einsehen und prüfen können muss und dem Kunden mitgeteilt werden muss, wenn seine Daten an den ausgelagerten Geschäftsbereich weitergegeben werden. STAEHELIN unterstrich die Pflicht von Dienstleistungsanbietern, auch im Internetbereich die Geldwäschereivorschriften und mit ihr die Pflichten zur Identifizierung der Vertragspartei sowie die Regeln des Datenschutzes einzuhalten. Bei der Erörterung von Haftungsfragen verwies er auf die besondere Regelung in den USA, speziell auf die Suitability Rule der NASD (National Association of Securities Dealers, Rule 2310). Danach müssen Effekthändler bei der Empfehlung von Wertpapieren für eine Kapitalmarkt-

transaktion berechtigten Anlass zur Annahme haben, sie sei für den Kunden «suitable», d.h. sie passe zu seiner Person. Wann eine Information Empfehlungscharakter hat, bestimmt sich nach dem Umfeld und dem Gesamtzusammenhang, sodann ob implizit zum Handeln aufgefordert wird und zuletzt, ob sie für einen bestimmten Kunden oder Kundenkreis erstellt wurde. In der Schweiz richte sich die Haftung nach der Qualifikation des Rechtsverhältnisses zwischen den Parteien, also meist nach auftrags- oder kommissionsrechtlichen Grundsätzen. Mit einem Blick auf die EU stellte der Referent fest, dass die Arbeiten für umfassende rechtliche Rahmenbedingungen betreffend elektronische Finanzdienstleistungen noch wenig fortgeschritten sind. E-Finanzdienstleistungen sind Teil eines integrierten europäischen Finanzdienstleistungsmarktes, für dessen Errichtung sich der Europäische Rat erst das Jahr 2005 als Frist gesetzt hat.

Nicht nur juristisches, sondern auch technisches Verständnis war im Vortrag von Dr. H. HENCKEL (SWX) gefordert. Im ersten Teil seiner Ausführungen zum Thema «Börsen und elektronische Handelsplattformen» verschaffte er der Zuhörerschaft mit der Darlegung von Fakten einen Überblick über das Marktumfeld der SWX und konstatierte gleich zu Beginn ernüchternd, dass mehr als 60% des von einer Zunahme geprägten grenzüberschreitenden Aktienhandels in Europa in London stattfinde. Investoren wählten vermehrt einen Branchen- anstelle eines Länderansatzes und bei den Emittenten – auch schweizerischen – sei ein Auseinanderdriften von Sitz und Kotierung festzustellen, wobei grenzüberschreitende Primärkotierungen zu-, ebensolche Sekundärkotierungen dagegen abnahmen. Zwischen den Börsen sei der Kampf um Teilnehmer und Produkte voll entbrannt, die Kosten würde zum entscheidenden

den Wettbewerbsfaktor. Ausschlaggebend für dieses kompetitive Umfeld sei das Bedürfnis nach international zugänglichen Handelsplattformen. Vom Umsatz her befinde sich die SWX innereuropäisch auf dem 7., betreffend Marktkapitalisierung auf dem 5. Platz, verzeichne aber ein weit schwächeres Wachstum als ihre Mitstreiter.

In der Folge ging es darum, das Wesen der «Electronic Communication Networks» (ECNs, elektronische Handelsplattformen) zu erfassen. Es handelt sich häufig um internetbasierte technische Einrichtungen, die primär dem Austausch von Informationen dienen; gegebenenfalls ist jedoch auch der Austausch von Offerten oder der Abschluss von Verträgen möglich. Mit ihnen wird das Ziel verfolgt, Effekthändlern, Investoren und Emittenten einen effizienten und kostengünstigen Zugang zu gewähren. Um als Börse zu gelten, ist je nach gesetzlicher Regelung die Erfüllung verschiedener Definitionselemente erforderlich, so etwa, dass eine Einrichtung den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Effekthändlern sowie den Vertragsschluss bezwecken müsse (so Art. 2 lit. b BEHG).

Das Internet diene dem Käufer oder Verkäufer von Effekten an der SWX sowohl als Informationsmedium als auch zum Transport von Orders über Teilnehmer in das Börsensystem, während letzteren eine kostengünstige Anbindung an die Börse ermöglicht werde. Obwohl in den letzten zwei Jahren eine stetige Zunahme der Zahl Trades via Internet zu verzeichnen gewesen sei, blieben die Auftragsgrößen hinter den Erwartungen zurück. Sie bewegten sich auf der Höhe von durchschnittlich CHF 8'000.-. Gehandelt würden vornehmlich Warrants. In einem letzten Teil ging HENCKEL auf die Internationalisierung von ECNs ein und nannte dabei verschiedene

multinationale Projekte, so etwa die aus einem Merger der drei Börsen Paris, Amsterdam und Brüssel hervorgegangene Euronext, das – wegen übermässiger Komplexität – gescheiterte Unternehmen iX, das aus einem Merger von London Stock Exchange und Deutsche Börse AG hätte hervorgehen sollen und schliesslich das Modell virt-x, ein Gemeinschaftsunternehmen (Joint Venture) der SWX und dem Trade-point-Konsortium, wodurch ein Handel mit europäischen Bluechips realisiert werden soll. Das Projekt verstärkt die bereits weit fortgeschrittene Entwicklung, wonach die Kotierungsregeln der SWX an jene der EU angepasst werden. Bereits umgesetzt sind die Zulassungsrichtlinie (79/279/EWG) sowie die Zulassungsprospektrichtlinie (80/390/EWG; vgl. hierzu von Art. 8 Abs. 3 des Börsengesetzes, wo vorgeschrieben wird, ein Börsenreglement habe international anerkannten Standards Rechnung zu tragen). Wichtig sei insbesondere, dass sich die Transparenzvorschriften der SWX und der virt-X auf demselben Niveau bewegen, was unter anderem mittels eines engen institutionalisierten Informationsaustausches verwirklicht werde.

Im letzten Vortrag der Veranstaltung referierte Fürsprecher M. KUNZ (EBK) über die «Aufsicht über den Internetkapitalmarkt», wobei er einleitend feststellte, dass Aufsichtsbehörden der Entwicklung im dynamischen Kapitalmarktrecht öfters hinterherhinkten und dass das Internet diesbezüglich keine Ausnahme bilde. Es habe sich in solchen Situationen jedoch bewährt, statt vor schnell neue Regelungen zu erlassen erst einmal abzuwarten und die Entwicklung zu beobachten, weshalb in der Schweiz auch (noch) keine spezifischen Bestimmungen zur Regulierung und Aufsicht von elektronisch angebotenen Finanzdienstleistungen existierten, sondern die bestehenden börsenrechtlichen Bestimmungen –

allenfalls analog – angewendet werden müssten. Die EBK betrachte das Internet primär lediglich als neuen Kommunikations- und Distributionskanal und Institute, welche bereits über eine Bewilligung verfügten, könnten ohne weiteres ihre Finanzdienstleistungen über das Internet oder andere elektronische Medien vertreiben.

Problembereiche der neuen Medien seien für die EBK das sog. *Discount- oder Internet Brokerage Geschäft* sowie die *Electronic Public Offerings (EPOs)*. Beim *Internet Brokerage Geschäft* kritisch seien einerseits die unterschiedlich liberalen Regelungsansätze in der Schweiz und im Ausland. In der Schweiz regle das Gesetz nur den Sachbereich der sog. «remote members» sowie jenen betreffend physische Niederlassung von ausländischen Effekthändlern ausdrücklich. Der übrige grenzüberschreitende Effektenhandel sei nicht geregelt und er werde in einem liberalen Ansatz von der EBK als zulässig erklärt: Besteht keine physische Präsenz in der Schweiz, dürfen Effekten vom Ausland aus ohne Bewilligung über das Internet Kunden in der Schweiz angeboten werden. Umgekehrt sei dagegen ein «targeting» von Kunden im Ausland von der Schweiz aus über das Internet ohne besondere Bewilligung im entsprechenden Land meist verboten. Mit Schwierigkeiten behaftet sei auch die Tatsache, dass durch das Internet Brokerage eine «Disintermediation» stattfände: Der Effekthändler werde praktisch zum einfachen «order router» degradiert. Nur am Anfang einer Geschäftsbeziehung bestehe Kontakt zum Kunden, danach handle dieser autonom, wodurch fraglich werde, wie den Bestimmungen von Art. 11 BEHG – insbesondere der Informationspflicht in Abs. 1 – nachgelebt werden könne. Lösungsansätze für dieses Problem würden zurzeit durch die EBK eingehend geprüft.

Weiter wies KUNZ auf die Möglichkeit zur bewilligungslosen Realisierbarkeit von EPOs in der Schweiz hin. Vor allem im Venture Capital Bereich werde dies genutzt und ermögliche eine effiziente, kostengünstige und breite Streuung der Prospekte für eine Publikumsöffnung. Kritisch sei, dass Prospekte bei solchen Eigenemissionen nicht durch ein der Aufsicht unterstehendes Emissionshaus geprüft würden, was die Gefahr von Anlagebetrug («e-fraud») erhöhe. Die Thematik der erwähnten verschiedenen Regelungsansätze beim Internet Broker-

age im In- und Ausland spiele auch bei den EPOs. Würden von der Schweiz aus via Internet ausländischen Personen Effekten zur Zeichnung angeboten, sei eine Verletzung von ausländischen Aufsichtsrechten sehr wahrscheinlich. Nach Ansicht der EBK sei in diesem Bereich das schweizerische Recht *lückenhaft* und mittelfristig komme man wohl um eine Bewilligungspflicht von Eigen-EPOs nicht herum.

Die Veranstaltung «Kapitalmarktrecht im Internet» hat gezeigt, dass das Internet zu einer Fülle von neuen Angeboten geführt hat. De-

ren (aufsichts-)rechtliche Erfassung und die Bewältigung der damit im Zusammenhang stehenden Probleme ist jedoch noch nicht restlos erfolgt und stellt eine fortdauernde Herausforderung dar. Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden haben die anspruchsvolle Aufgabe, die Anleger zu schützen und trotzdem das volle Potenzial des Internets zur kostengünstigen Informationsverbreitung für Anbieter und Kunden elektronischer Kapitalmarktdienstleistungen nutzbar zu machen.