

Strukturierte Produkte

Ausgestaltung, Emission und Handel aus rechtlicher Sicht

Dissertation
der Universität St. Gallen,
Hochschule für Wirtschafts-, Rechts-
und Sozialwissenschaften (HSG)
zur Erlangung der Würde eines
Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Silvio Hutterli

von

Salenstein (Thurgau)

Genehmigt auf Antrag der Herren

Prof. Dr. Urs Bertschinger
und
Prof. Dr. Pascal Gantenbein

Dissertation Nr. 3464

Dike Verlag Zürich/St. Gallen 2008

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XXII
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Erster Teil: Einleitung	1
§ 1 Ausgangslage	3
§ 2 Zielsetzung	5
§ 3 Vorgehensweise	7
Zweiter Teil: Strukturierte Produkte	9
§ 4 Definitionen und regulatorische Erfassung	11
I. Derivate	11
1. Unbedingte Termingeschäfte	12
a) Forwards	12
b) Futures	12
c) Swaps	13
2. Bedingte Termingeschäfte	14
a) Optionen	14
b) Warrants	14
3. Derivate gemäss Börsengesetz	15
II. Strukturierte Produkte	16
1. Bestehende ökonomische Definition	16
2. Regulatorischer Gebrauch	16
a) Gebrauch in Gesetzen und Verordnungen	17
aa) Regelung gemäss Kollektivanlagegesetz	17

	bb) Regelung gemäss Börsengesetz	19
	cc) Regelungen gemäss Obligationenrecht	21
	dd) Regelung in der beruflichen Vorsorge	21
	ee) Regelung in der EU-Zinsbesteuerung	22
	b) Gebrauch durch Verwaltungseinheiten und Organisationen	23
	aa) Eidgenössische Bankenkommision	23
	bb) Eidgenössische Steuerverwaltung	24
	cc) Schweizerische Bankiervereinigung	25
	dd) Schweizer Börse SWX	27
	ee) Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte	29
	3. Zwischenfazit	30
	4. Gewählte Definition für die weiteren Ausführungen	31
§ 5	Ökonomische Betrachtung	35
I.	Bausteine	35
	1. Basiswerte	36
	2. Derivate	36
	a) Plain-Vanilla-Optionen	36
	b) Exotische Optionen	38
II.	Risikoprofil	39
	1. Lineare Risikoprofile	39
	2. Asymmetrische Risikoprofile	41
	3. Kombinationen	42
III.	Konstruktion	43
	1. Finanzmathematische Grundlagen	43
	a) Black-Scholes-Modell	44
	b) Put-Call-Parität	45
	c) Replikation	46
	2. Kapitalschutzprodukte	46
	3. Produkte mit Maximalrendite	48
	a) Discount-Zertifikate	48
	b) Reverse Convertibles	50
	4. Zertifikate	51
IV.	Kategorisierung	52
	1. Kategorisierungsmodell: Swiss Derivative Map	53
	2. Anmerkungen	54

§ 6	Rechtliche Betrachtung	55
I.	Qualifikation	55
	1. Kaufvertrag?	56
	a) Strukturierte Produkte mit physischer Titellieferung	57
	aa) Konstruktionspezifische Betrachtung	57
	bb) Vorliegen einer Wahlobligation?	58
	cc) Vorliegen einer alternativen Ermächtigung?	59
	b) Zwischenfazit	59
	2. Auftrag?	60
	a) Dynamische Produkte	60
	b) Zwischenfazit	61
	3. Darlehen?	62
	a) Änderungen	62
	aa) Rückerstattung	62
	bb) Lieferung Basiswert	63
	cc) Zwischenfazit	65
	b) Darlehen als Basisvertrag für strukturierte Produkte?	65
	aa) Ausgangslage	65
	bb) Kapitalschutzprodukte	65
	cc) Produkte mit Maximalrendite	66
	dd) Zertifikate	66
	ee) Zwischenfazit	67
	c) Anleihen?	67
	d) Fazit	68
	4. Hinterlegung?	68
	5. Fazit	69
II.	Ausgestaltung	70
	1. Laufzeit	70
	a) Closed-End-Produkte	71
	b) Open-End-Produkte	71
	2. Rückzahlung	71
	a) Barzahlung	72
	b) Lieferung Basiswert	72
	3. Standardisierung	73
	a) Vereinheitlichte Produkte	73
	b) Tailormade-Produkte	73
	4. Zusammensetzung	74

	a) Passive Verwaltung	74
	b) Dynamische Verwaltung	74
III.	Einordnung	76
	1. Traditionelle Anlagekategorien	77
	a) Geldmarkt	77
	b) Festverzinsliche Anlagen	77
	c) Aktien	78
	d) Commodities	78
	2. Weitere Anlagekategorien	78
	a) Kollektive Kapitalanlagen	79
	b) Alternative Anlagen	79
	3. Einordnung der strukturierten Produkte	80
IV.	Abgrenzungen	80
	1. Abgrenzung zu den Anleihen	80
	2. Abgrenzung zu den Derivaten	81
	a) Einfache Derivate	82
	b) Kreditderivate	83
	aa) Ausgangslage	83
	bb) Nichtstrukturierte Kreditderivate	83
	cc) Strukturierte Kreditderivate	84
	dd) Fazit	85
	3. Abgrenzung zu den kollektiven Anlageformen	85
	a) Regelung unter dem AFG	85
	aa) Positionspapier der EBK	85
	bb) Abgrenzungen der EBK und geplante Verbote	86
	b) Regelung unter dem KAG	87
	aa) Definition der kollektiven Kapitalanlagen	87
	bb) Vermögen	88
	cc) Gleichmässige Behandlung der Anleger	89
	dd) Fremdverwaltung	89
	ee) Gemeinschaftliche Kapitalanlage	90
	c) Emittenten als kollektive Kapitalanlagen	91
	aa) Ausgangslage	91
	bb) Inländische Emittenten	92
	cc) Ausländische Emittenten	93
	d) Abgrenzung zu (strukturierten) Hedge-Fonds-Produkten	93
	e) Fazit	94

4.	Abgrenzung zu den Versicherungsprodukten	95
5.	Abgrenzung zu Spiel und Wette	96
	a) Glücksspiele vs. Finanzanlagen	97
	aa) Regelung im SBG	97
	bb) Regelung im Lotteriegesezt	97
	cc) Regelung im OR	99
	b) Fazit	100
V.	Verbriefung	100
	1. Gesetzliche Grundlage	100
	2. Entwicklung	101
	a) Mediatisierung	101
	b) Immobilisierung	102
	aa) Depotverwahrung	102
	bb) Sammelverwahrung	102
	cc) Globalurkunden	103
	c) Wertrechte	103
	d) Exkurs: Bucheffekten	104
	3. Verbriefung von strukturierten Produkten	105
§ 7	Nutzen und Risiken	107
I.	Nutzen von strukturierten Produkten	107
	1. Erschliessung von Möglichkeiten	108
	2. Risikotransfer	108
	3. Diversifikation	108
	4. Leverage	109
	5. Selektive Risikoabsicherung	109
	6. Informationsverarbeitung	109
II.	Risiken von strukturierten Produkten	110
	1. Explizite Risiken	110
	2. Implizite/strukturelle Risiken	111
	3. Schätz-/Einschätzungsrisiken	112
III.	Regulierung der Risiken	113
	1. Anlegerschutz	114
	2. Funktionsschutz	114
	3. Kosten-Nutzen-Verhältnis	115
IV.	Risikokennzahlen	116
	1. Statische Risikokennzahlen	116

a) Nominelles Exposure	117
b) Effektives Exposure	117
c) Potenzielles Exposure	118
2. Dynamische Risikokennzahlen	118
§ 8 Steuern	121
I. Besteuerungsgrundsätze	121
1. Gesetzliche Grundlagen	122
a) Regelung in Bundesgesetzen	122
aa) Direkte Bundessteuer und Verrechnungssteuer	122
bb) Stempelsteuer	122
b) Konkretisierung mittels Kreisschreibens	124
2. Transparenz	124
a) Transparente Produkte	125
b) Nicht transparente Produkte	125
3. Verzinsungsart der Anleihsenkomponente	126
a) Produkte mit überwiegend einmaliger Verzinsung	126
b) Produkte mit überwiegend periodischer Verzinsung	127
II. Besonderheiten nach Kategorien	128
1. Unterjährige Produkte mit Maximalrendite	128
2. Zertifikate	128
a) Zertifikate auf Obligationen	129
b) Zertifikate auf kollektive Kapitalanlagen	129
c) Zertifikate auf Aktien	130
aa) Klassische Index- und Basketzertifikate	130
bb) Dynamische Index- und Basketzertifikate	130
aaa) Passiv bewirtschaftete Zertifikate	130
bbb) Aktiv bewirtschaftete Zertifikate	131
III. Schlussbetrachtung	131
 Dritter Teil: Emission und Handel	 133
§ 9 Definitionen und Überblick	135
I. Parteien	135
1. Emittent	136
2. Lead-Manager	136
3. Co-Manager	137

	4. Garant	138
	5. Vertriebsträger	139
II.	Primär- und Sekundärmarkt	139
	1. Primärmarkt	139
	2. Sekundärmarkt	139
	3. Abgrenzungsschwierigkeiten	140
III.	Platzierungsformen	140
	1. Selbst- und Fremdemission	141
	a) Selbstemission	141
	aa) Direkte Platzierung	141
	bb) Kommissionsweise Platzierung	141
	b) Fremdemission	144
	aa) Grundlage	144
	bb) Festübernahme	144
	2. Öffentliche Emission und Privatplatzierung	146
	a) Öffentliche Emission	146
	b) Privatplatzierung	146
IV.	Handel	147
	1. Börsenhandel	147
	2. Ausserbörslicher Handel	147
	3. Börsenhandel vs. ausserbörslichen Handel	148
§ 10 Entwicklung und Strukturierung		151
I.	Prozess	151
	1. Auslöser	151
	2. Entwicklung	152
	3. Absicherung	152
	a) Regulatorische Anforderungen	153
	b) Ökonomische Absicherungsstrategien	153
II.	Produktregulierung	155
	1. Bewilligungspflicht	155
	2. Rechtliche Restriktionen	156
	a) Restriktionen durch das KAG	156
	b) Restriktionen durch das Lotteriegelgesetz	158
	c) Restriktionen beim Vertrieb ins Ausland	159

§ 11 Ausgabe	161
I. Verfahren	161
1. Regulatorische Anforderungen	162
2. Planung und Durchführung	162
a) Zeichnungsverfahren	163
aa) Grundlagen	163
bb) Klassisches Zeichnungsverfahren	163
cc) Marktpreisverfahren	164
b) Liberierung	164
II. Emittenten	165
1. Kollektivanlagegesetz	165
a) Abgrenzungsmerkmale	166
aa) Öffentliches Anbieten	166
aaa) Verweis auf die öffentliche Werbung	166
bbb) Öffentlich	166
ccc) Werbung	167
bb) Tätigkeiten	167
aaa) Ausgeben	167
bbb) Garantieren	168
ccc) Vertreiben	168
cc) Beaufsichtigte Finanzintermediäre	170
aaa) Inländische Finanzintermediäre	170
bbb) Ausländische Finanzintermediäre	170
b) Überwachung	171
aa) Ausgangslage	171
bb) Sanktionen	172
cc) Überwachungs- und Entscheidungsinstanzen	172
c) Zwischenfazit: Kollektivanlagegesetz	173
2. Börsengesetz	173
a) Effekthändlerkategorien	175
b) Abgrenzungsmerkmale	176
aa) Hauptsächliche Tätigkeit	176
bb) Gewerbsmässigkeit	177
cc) Öffentliches Anbieten	177
aaa) Anbieten	177
bbb) Öffentlichkeit	177
dd) Schaffen von strukturierten Produkten	178

aaa) Begriff des Schaffens	178
bbb) Arbeitsteilung: Derivate schaffen <i>und</i> anbieten? . . .	178
ccc) Zwischenfazit	179
c) Zwischenfazit: Börsengesetz	180
3. Bankengesetz	180
4. Versicherungsaufsichtsgesetz	181
5. Fazit	183
III. Prospekt	184
1. Rechtliche Grundlage	184
a) Ausnahmen	185
b) Konkretisierung	186
2. Inhalt und Umfang	186
a) Absender	187
b) Adressat	187
c) Inhalt	187
aa) Emittent	187
bb) Produkt	188
cc) Modalitäten	189
dd) Risiken	190
ee) Basiswert	191
ff) Emission	191
gg) Anwendbares Recht und Gerichtsstand	191
hh) Freistellungshinweis	192
d) Form	192
aa) Genormtes Schema	192
bb) Leicht verständliche Form	193
cc) Sprache	193
dd) Träger	194
e) Abgabezeitpunkt	194
aa) Grundlagen	194
bb) Abgabezeitpunkt im Primärmarkt	195
cc) Abgabezeitpunkt im Sekundärmarkt	196
3. Verhältnis zu anderen Prospekten	197
a) Verhältnis zu den Prospekten gemäss Kollektivanlagegesetz	197
b) Verhältnis zum Prospekt gemäss Obligationenrecht	198
c) Verhältnis zur Prospektspflicht aufgrund des Bankengesetzes	198
aa) Grundlage	198

bb)	Strukturierte Produkte als Publikumseinlagen	199
cc)	Inhalt des Prospekts gemäss OR	199
d)	Verhältnis zum Kotierungsprospekt	200
e)	Verhältnis zur EU-Prospektrichtlinie	201
4.	Prospektkontrolle	202
5.	Haftung	203
a)	Kollisionsrechtliche Anknüpfung	203
b)	Gesetzliche Prospekthaftungsnormen?	205
aa)	Grundlage im Kollektivanlagegesetz	205
aaa)	Ausgangslage	205
bbb)	Haftung aufgrund von Artikel 145 Kollektivanlagegesetz?	205
ccc)	Zwischenfazit	206
bb)	Grundlage im Obligationenrecht	206
aaa)	Aktiengesellschaften als Emittenten	206
bbb)	Haftung aufgrund von Artikel 1156 Obligationenrecht?	208
ccc)	Zwischenfazit	209
cc)	Grundlage im Bankenrecht	210
dd)	Grundlage im Kotierungsreglement	210
ee)	Zwischenfazit	210
c)	Haftung aus Vertrauen?	211
aa)	Ausgangslage	211
bb)	Voraussetzungen der Vertrauenshaftung	211
aaa)	Haftung für Rat und Auskunft	211
bbb)	Rechtliche Sonderverbindung	212
ccc)	Schutzwürdiges Vertrauen	213
cc)	Zwischenfazit	214
d)	Rechtsnatur der Prospekthaftung	215
aa)	Ausgangslage	215
bb)	Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthaftung	215
cc)	Einordnung der Vertrauenshaftung	216
e)	Haftungsvoraussetzungen	217
aa)	Ausgangslage	217
bb)	Legitimation	217
cc)	Rechtliche Sonderverbindung	218
dd)	Schutzwürdiges Vertrauen	218

ee) Pflichtwidrigkeit/Vertrauensverletzung	218
ff) Schaden	219
gg) Kausalzusammenhang	220
hh) Verschulden	221
f) Fazit	222
IV. Exkurs: Haftung für Werbeversprechen?	222
§ 12 Vertrieb	225
I. Vertriebsträger	225
1. Kollektivanlagegesetz	226
a) Vertrieb durch unbeaufsichtigte Finanzintermediäre?	227
aa) Grammatikalische Auslegung	227
bb) Entstehungsgeschichte	227
aaa) Übersicht	227
bbb) Ausgangslage	227
ccc) Vorentwurf der Expertenkommission	228
ddd) Botschaft zum Kollektivanlagegesetz	228
eee) Parlamentarische Beratung zum KAG	229
cc) Systematik	231
dd) Schlussfolgerung	232
b) Zwischenfazit: Kollektivanlagegesetz	232
2. Börsengesetz	233
3. Bankengesetz	234
4. Versicherungsaufsichtsgesetz	234
5. Normenkollision und Fazit	235
II. Informations- und Aufklärungspflichten	237
1. Rechtliche Grundlagen	237
a) Pflichten aufgrund des Kollektivanlagegesetzes?	237
b) Pflichten aufgrund des Börsengesetzes?	237
aa) Anwendung der Verhaltensregeln gemäss Börsengesetz?	237
bb) Geltungsbereich von Artikel 11 BEHG	238
cc) Fazit	238
c) Pflichten aufgrund des Vertragsverhältnisses?	239
aa) Zugrunde liegendes Dienstleistungsverhältnis	239
bb) Zugrunde liegendes Rechtsverhältnis	240
d) Pflichten aufgrund des Vertrauensverhältnisses?	241
aa) Ausgangslage	241

bb)	Unterscheidung zwischen Fehlinformation und unterlassener Aufklärung	241
cc)	Rechtliche Sonderverbindung	242
dd)	Schutzwürdiges Vertrauen	242
ee)	Zwischenfazit	243
e)	Schlussfolgerung	243
2.	Bestand von Informations- und Aufklärungspflichten	244
a)	Bestand bei aktivem Vertrieb	244
aa)	Bestand aufgrund von Fachwissen	244
bb)	Bestand aufgrund der Komplexität	245
cc)	Berücksichtigung der Erfahrungheit	246
aaa)	Ausgangslage	246
bbb)	Erkundungspflicht?	246
ccc)	Suitability?	247
dd)	Informationsverzicht durch den Anleger	247
ee)	Auswirkungen der MiFID auf den aktiven Vertrieb?	248
b)	Bestand bei passivem Vertrieb	249
aa)	Ausgangslage	249
bb)	Prüfschema	250
aaa)	Wesentlichkeit der Information	250
bbb)	Berechtigter Informationsbedarf	250
ccc)	Kennenmüssen der Information	251
ddd)	Fehlen eines Geheimhaltungsgrundes	251
cc)	Auswirkungen von MiFID im passiven Vertrieb?	251
dd)	Fazit	252
3.	Inhalt und Umfang	252
a)	Konkretisierung	253
aa)	Durch das Börsengesetz?	253
bb)	Durch die Verhaltensregeln für Effekthändler?	254
cc)	Durch den vereinfachten Prospekt?	255
aaa)	Gemeinsamkeiten	255
bbb)	Unterschiede	255
dd)	Fazit	256
b)	Absender	257
c)	Adressat	258
d)	Inhalt	259
aa)	Ausgangslage	259

bb) Geschäftsart	259
cc) Besondere Risiken	261
aaa) Risiken von strukturierten Produkten	261
bbb) Geschäftsartbezogene Risiken	261
ccc) Produktbezogene Risiken	263
e) Form	264
aa) Formfreiheit	264
bb) Individuelle vs. standardisierte Aufklärung	264
cc) Qualitative Anforderungen und Sprache	265
f) Zeitpunkt	265
4. Haftung	266
§ 13 Handel	267
I. Börsen	267
1. Regulierung	268
a) Börsenähnliche Institutionen	269
b) Teilnehmer	270
2. Kotierung	270
a) Anforderungen	271
b) Verfahren	272
c) Kotierungsprospekt und -inserat	272
d) Pflicht zum Market Making?	273
II. Effektenhändler	274
1. Kollektivanlagegesetz	274
2. Börsengesetz	275
3. Fazit	276
III. Pflichten des Effektenhändlers	276
1. Rechtliche Grundlagen	277
2. Verhaltensregeln	277
a) Informationspflichten	277
b) Sorgfaltspflichten	279
c) Treuepflichten	280
3. Rechtsfolgen einer Pflichtverletzung	280
a) Privatrechtliche Folgen	281
aa) Vertragliche Haftung	281
bb) Ausservertragliche Haftung	281
b) Aufsichtsrechtliche Folgen	281

aa) Verfügungsgewalt der EBK 281

bb) Allgemeine Massnahmen 282

Vierter Teil: Zusammenfassung und Ausblick 283

§ 14 Strukturierte Produkte 285

§ 15 Emission und Handel 289

§ 16 Ausblick 293

Literaturverzeichnis 295

Materialienverzeichnis 317

Zitierte Urteile 325

Stichwortverzeichnis 331

Abbildungsverzeichnis

5.1	Risikoprofil: Call- und Put-Optionen	37
5.2	Risikoprofil: Replikation	40
5.3	Risikoprofil: Kapitalschutz	41
5.4	Risikoprofil: Maximalrendite	42
5.5	Risikoprofil: Kombination	43
5.6	Konstruktion: Put-Call-Parität	45
5.7	Konstruktion: Discount-Zertifikat	49
5.8	Konstruktion: Reverse Convertible	50
5.9	Konstruktion: Zertifikate	52
6.1	Rechtliche Qualifikation: Grundformen	69
12.1	Aufklärungspflichten: Risiken	257