

Sonderdruck aus

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht Band 108

Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert

Herausgegeben von:

Prof. Dr. Dieter Zobl, Prof. Dr. Mario Giovanoli, Prof. Dr. Rolf H. Weber,
Prof. Dr. Rolf Sethe

Anlegerschutz in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung

Susan Emmenegger
Rahel Good

S. 85-132

Schulthess §

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2013
ISBN 978-3-7255-6860-4

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Anlegerschutz und Behavioural Finance	1
<i>Prof. Dr. Thorsten Hens, Ordinarius für Betriebswirtschaft, Institutsleiter Banking and Finance der Universität Zürich</i>	
Experimentelle Ökonomie und Finanzmarktregulierung	13
<i>Amelie Brune, M.A. (Zürich), Assistentin und Doktorandin am Institut für Banking and Finance der Universität Zürich</i>	
Beobachtungen zur Geschichte des Anlegerschutzes	25
<i>Prof. Dr. Andreas Thier, M.A. (München), Ordinarius für Rechtsgeschichte, Kirchenrecht, Rechtstheorie und Privatrecht an der Universität Zürich</i>	
Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten	47
<i>Prof. Dr. Franca Contratto, LL.M. (Georgetown), Assistenzprofessorin für Finanzmarktrecht an der Universität Zürich, Rechtsanwältin</i>	
Anlegerschutz in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung: Zum Projekt eines Finanzdienstleistungsgesetzes für die Schweiz (FIDLEG)	85
<i>Prof. Dr. Susan Emmenegger, LL.M. (Cornell), Ordinaria für Privat- und Bankrecht und Direktorin des Instituts für Bankrecht an der Universität Bern, Rechtsanwältin</i>	
<i>Rahel Good, MLaw, Assistentin und Doktorandin am Institut für Bankrecht an der Universität Bern, Rechtsanwältin</i>	
Die Know-Your-Customer-Rule im Vermögensverwaltungsauftrag	133
<i>Matthias Trautmann, lic. iur., Assistent und Doktorand am Lehrstuhl für Privat- und Wirtschaftsrecht der Universität Zürich</i>	
<i>Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, LL.M. (Yale), Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, Rechtsanwalt</i>	

Prophylaxe durch Transparenz?	169
<i>Rainer Baisch, Dipl.-Kfm. univ., MLaw, Assistent und Doktorand am Lehrstuhl für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht der Universität Zürich</i>	
<i>Prof. Dr. Rolf H. Weber, Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich, Rechtsanwalt</i>	
Zur Annahme und Herausgabe von Retrozessionen und anderen Drittvergütungen	213
<i>Dr. Corinne Zellweger-Gutknecht, Lehrbeauftragte, SNF-Habilitandin, Assistentin am Lehrstuhl für Römisches Recht und Privatrecht an der Universität Zürich, Rechtsanwältin</i>	
Ausnutzung von Heuristiken und Biases durch Werbematerial von Effektenhändlern	251
<i>Martin Brenncke, LL.M. (Cambridge), Assistent und Doktorand am Lehrstuhl für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Zürich</i>	
Die Schranken der Majorisierung von Gläubigern	291
<i>Priv.-Doz. Dr. Tim Florstedt, Frankfurt/Main</i>	
Anlegerschutz durch regulatorisches Enforcement	319
<i>Prof. Dr. Rolf H. Weber, Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich, Rechtsanwalt</i>	

Anlegerschutz in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung

Zum Projekt eines Finanzdienstleistungsgesetzes für die Schweiz (FIDLEG)

Susan Emmenegger/Rahel Good

Inhalt

I.	Einführung	87
II.	Begriffsklärung	88
	A. Vermögensverwaltung, Anlageberatung, Execution Only-Geschäft	88
	B. Anlegerschutz	89
	1. Anlegerbegriff, Schutzbegründung, Schutzzwecke	89
	2. Sedes materiae, Regulierungsinhalte, Steuerungsvarianten	91
III.	Anlegerschutzdefizite im schweizerischen Recht (Überblick)	92
	A. Kreis der Beaufsichtigten	92
	B. Produktdokumentation	94
	C. Verhaltens- und Organisationspflichten	95
	D. Qualitätssicherung	97
	E. Rechtsdurchsetzung durch Privatanleger	97
	F. Grenzüberschreitende Tätigkeit in die Schweiz	98
	G. Fazit: Notwendigkeit eines Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG)	98
IV.	FIDLEG: Welche Rolle für die Selbstregulierung?	99
	A. Themenbereiche und Beurteilungsmassstab	100
	1. Themenbereiche für eine Selbstregulierung	100
	2. Beurteilungsmassstab für den Einsatz von Selbstregulierung	101
	B. Regelsetzung am Beispiel der Verhaltensregeln	102
	1. Verhaltensregeln im FIDLEG	103
	2. Selbstregulierung im Rahmen der Verhaltensregeln	104
	C. Aufsichtshandlungen am Beispiel der externen Vermögensverwalter	107
	1. Aufsicht über die externen Vermögensverwalter	107
	2. Selbstregulierung im Rahmen des Bewilligungsverfahrens	109
	3. Selbstregulierung im Rahmen der laufenden Überwachung	112
	4. Fazit	117
V.	Weitere Punkte	119
	A. Kreis der Beaufsichtigten: Erweiterung des Regulierungskreises?	119
	B. Aufsichtsrechtliche Verhaltensregeln ohne laufende Überwachung?	120

C.	Produktdokumentation: Regulierung angesichts eines moving target	122
1.	Kernpunkte	123
2.	Vorreiterrolle des KAG	123
3.	KID und PRIP-KID	125
4.	Konsequenzen für die Schweiz	130
VI.	Schlussbemerkungen	131

I. Einführung

In einer Pressekonferenz vom 24. Februar 2012 hat der Direktor der FINMA, PATRICK RAAFLAUB, verlauten lassen, die Schweiz drohe im internationalen Vergleich und gerade gegenüber Europa im Finanzdienstleistungsbereich zum Kundenschutz-Entwicklungsland zu werden.¹ Wenn der geschäftsführende Bankenaufseher der Schweiz so etwas sagt, muss man sich fragen: Hat er recht? Und insbesondere: Hat er mit Blick auf die Vermögensverwaltung und die Anlageberatung recht?

Tatsächlich ist der Rahmen für die Antworten auf diese Frage weitgehend abgesteckt, einerseits durch die internationalen Entwicklungen, insbesondere diejenigen in der EU, andererseits durch die verschiedenen Berichte der FINMA,² die den Anstoss für ein neues Finanzdienstleistungsgesetz gegeben haben, das sich zur Zeit in Arbeit befindet.³ Das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) hat dazu am 18. Februar 2013 einen Hearingbericht veröffentlicht, ein Vernehmlassungsentwurf zuhanden des Bundesrats soll im Herbst 2013 vorliegen.⁴

Es kann im Folgenden nicht darum gehen, den letzten, konsolidierten FINMA-Bericht von 2012 sowie den Hearingbericht des EFD in einer Kurzfassung darzustellen. Vielmehr sollen einige Schlaglichter auf ausgewählte Themenbereiche geworfen werden.

¹ PATRICK RAAFLAUB, Point de Presse, 24. Februar 2012, 2.

² Es handelt sich um folgende Berichte: Diskussionspapier über die Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen, Oktober 2010 (FINMA-Vertriebsbericht 2010); Bericht über die Anhörung vom 10. November 2010 bis 2. Mai 2011 zum „FINMA-Vertriebsbericht“ vom Oktober 2010, 24. Februar 2012 (Anhörungsbericht Vertriebsregeln); Positionspapier zur Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten, 24. Februar 2012 (FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012).

³ EFD, Pressemitteilung vom 28.03.2012, Bundesrat für einheitliche Regeln beim Vertrieb von Finanzprodukten; EFD, Pressemitteilung vom 18.02.2013, Hearingbericht zum Projekt „Finanzdienstleistungsgesetz“ veröffentlicht (vgl. Fn. 4).

⁴ EFD, Hearingbericht Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG), Stossrichtungen möglicher Regulierung vom 18.02.2013, <<http://www.efd.admin.ch>>, 2.

II. Begriffsklärung

A. Vermögensverwaltung, Anlageberatung, Execution Only-Geschäft

Bundesgericht und Lehre unterscheiden beim kundenbezogenen Anlagegeschäft zwischen der Vermögensverwaltung, der Anlageberatung und dem Execution Only-Geschäft. Unter Vermögensverwaltung versteht man die selbstständige Betreuung von Anlagen durch den Vermögensverwalter gestützt auf eine vorgängig vereinbarte Anlagestrategie.⁵ Im Unterschied dazu trifft der Kunde bei der Anlageberatung die Anlageentscheide selber, der Anlageberater steht ihm aber dabei beratend zur Seite und wirkt aktiv bei der Anlageplanung mit.⁶ Und schliesslich geht beim Execution Only-Geschäft die Initiative und der Anlageentscheid allein vom Kunden aus.⁷

Diese Dreiteilung ist theoretisch einfach, sie kann aber in der Praxis durchaus Schwierigkeiten bereiten. Dies gilt insbesondere für die Unterscheidung zwischen der Anlageberatung und dem Execution Only-Geschäft. Hier ist zu bedenken, dass die Gerichte die Rechtsfigur des "punktuellen Anlageberatungsvertrags" anerkennen,⁸ und dass ein solcher Vertrag auch mündlich abgeschlossen werden kann. Die Execution Only-Beziehung kann also durch einzelne Beratungsgeschäfte ergänzt werden. Weiter ist noch ungeklärt, welche Intensität die Beratung annehmen muss, damit man von einem Anlageberatungsvertrag ausgehen kann. Genügt die Zusendung von Produkte-Informationen auf Anfrage des Kunden oder gar die Empfehlung von Produkten auf der Homepage des Finanzintermediärs? Genügt ein Gespräch und eine individualisierte Produktempfehlung?⁹ Gleichermassen schwierig kann sich die Abgrenzung zwischen der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung gestalten. Die von den Parteien gewählte Bezeichnung ist für die rechtliche Qualifika-

⁵ Siehe etwa BGer 4A_168/2008, 11.06.2008, E. 2.1 m.w.N.

⁶ BGer 4A_444/2012, 10.12.2012, E. 3.2; BGer 4A_525/2011, 3.2.2012, E. 3.1; BGer 4A_274/2011, 03.11.2011, E. 6.3. Ferner: BGer 4A_90/2011, 22.06.2011, E. 2.2.1.

⁷ Siehe dazu BGE 138 III 755, 764, E. 5.5; HGer ZH, Urteil vom 19.05.2011, E. 2.2.2, m.w.N.; BGer 4A_525/2011, 03.02.2012, E. 3.1; BGer 4A_521/2008 und 4A_523/2008, 26.02.2009, E. 5.1.

⁸ HGer ZH, Urteil vom 19. Mai 2011, E. 2.2.4.

⁹ Als genügend erachtet für einen punktuellen Beratungsvertrag in HGer ZH, Urteil vom 19.05.2011, E. 2.2.4.

tion nicht entscheidend (Art. 18 OR). Beide Verträge können formfrei abgeschlossen werden. Zudem kann das diskretionäre Element in tatsächlicher Hinsicht auch bei einer Anlageberatung vorhanden sein: Man denke etwa an Konstellationen, in denen der Anlageberater den Kunden mittels regelmässigen Anlageempfehlungen umfassend berät und der Kunde den Empfehlungen jeweils global zustimmt. Ist der Anlageberater – was häufig der Fall ist – gleichzeitig ermächtigt, die Anlageentscheide für den Kunden auszuführen, so unterscheidet sich diese Rechtsbeziehung faktisch kaum von einer Vermögensverwaltung.

Insgesamt gibt es also zwischen den drei Kategorien fließende Übergänge. Das bedeutet auch: Will man beim Anlegerschutz zwischen diesen Kategorien differenzieren, dann ist dies schon vom Anwendungsbereich her nicht immer einfach.

B. Anlegerschutz

1. Anlegerbegriff, Schutzbegründung, Schutzzwecke

Bislang gibt es keine etablierte Definition des Anlegers, die für den gesamten Bereich des Finanzmarktes gilt.¹⁰ Mit Blick auf den hier interessierenden Themenkreis lässt sich der Anleger aber ohne weiteres bestimmen: Anleger sind die Kunden der in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung tätigen natürlichen und juristischen Personen. Häufig wird weiter differenziert und zwischen institutionellen und privaten Anlegern unterschieden.¹¹ Will man diese Unterscheidung gleichzeitig am Know-how und der Verhandlungsmacht festmachen und daraus Folgerungen für das Schutzbedürfnis ziehen, so ist jedenfalls für den schweizerischen Kontext Folgendes zu bedenken: Im KAG gelten als institutionelle Anleger die rund 2'000 Pensionskassen¹² – das Spektrum reicht von der Pensionskasse des Bundes (Publica) bis zu den Kleinst-Pensionskassen, bei denen der CFO für die Anlageentscheidungen zuständig

¹⁰ Siehe dazu ROLF SETHE, *Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung*, Köln 2005, 114 f., m.w.N.

¹¹ Siehe etwa Art. 5, 10, 13 Abs. 1 KAG; Art. 1, 4, 6, 6a KKV.

¹² Art. 10 Abs. 3 lit. c KAG. Gemäss den Indikatoren des Bundesamtes für Statistik (BFS) zählte die Schweiz per Ende 2011 insgesamt 2'191 Vorsorgeeinrichtungen.

ist. Ob dieser *one size fits all*-Ansatz gerechtfertigt ist, muss mit einem Fragezeichen versehen werden.

Was sodann die grundsätzliche Begründung für die Notwendigkeit des Anleger-schutzes angeht, so sind es neben dem traditionellen Funktionsschutzargument die grundlegenden Wertmassstäbe der Gesellschaft, die – gerade auch im Nachgang zu der Finanzkrise von 2008 – einen solchen Schutz unverzichtbar erscheinen lassen. Tatsächlich wird heute der Anlegerschutz als solcher nicht mehr in Frage gestellt.¹³

Fragt man weiter, wovor der Anleger konkret geschützt werden soll, so stehen drei Themen im Vordergrund: Der Schutz vor dem finanziellen Kollaps des Finanzdienstleisters, der Schutz vor dessen unlauterem Geschäftsgebaren, und schliesslich der Schutz des Anlegers vor sich selbst. Zum ersten Bereich gehören Regeln über die Eigenmittel, die Liquidität, das Risikomanagement und die Organisation des Finanzdienstleisters. Zum zweiten Bereich zählen die Regeln über das Marktverhalten, namentlich die Regeln über die Gleichbehandlung der Anleger, die Transparenzregeln, die Regeln zum Abbau des informationellen Ungleichgewichts zwischen Anbietern und Angebotsempfängern und die Regeln zur Qualitätssicherung. Zunehmend rückt zudem der dritte Bereich, nämlich der Schutz des Anlegers vor sich selbst, in den regulatorischen Fokus. Man spricht in diesem Zusammenhang vom Konsumentenschutz, gemeint ist dabei vor allem der Schutz der Kleinanleger (Retailkunden). Inhaltlich geht es häufig um Marktverhaltensregeln, die auf dieses spezifische Anlegersegment zugeschnitten sind. Sie erscheinen in Gestalt von Beschränkungen der Anlagemöglichkeiten, indem etwa gewisse Finanzprodukte nicht an Retailkunden vertrieben werden können oder indem gewisse Geschäftsmodelle, namentlich das Execution Only-Geschäft, entsprechenden Einschränkungen unterliegen.

¹³ Statt Vieler: SETHE, Anlegerschutz (Fn. 10), 108, m.w.N.

2. *Sedes materiae, Regulierungsinhalte, Steuerungsvarianten*

Für die praktische Umsetzung des Anlegerschutzes durch die verschiedenen Teilrechtsgebiete steht keineswegs nur das Aufsichtsrecht zur Verfügung,¹⁴ auch wenn dieses heute im Regulierungskonzert zweifellos die erste Geige spielt. Finanzmarktregulierung erfolgt auch durch das Strafrecht, einerseits durch die Straftatbestände des Strafgesetzbuches, andererseits durch die strafrechtlichen Bestimmungen in den finanzmarktrechtlichen Gesetzen.¹⁵ Schliesslich wird der Finanzmarkt umfassend durch das Privatrecht reguliert. Es ist das Privatrecht, welches die Grundlage für die Rechtsbeziehung zwischen Anlegern und Anbietern bildet, und das mit seinen Haftungsnormen auch einen Sanktionsmechanismus für Verletzungstatbestände bereithält. Vereinzelt enthalten allerdings auch die Finanzmarktgesetze privatrechtliche Haftungsnormen.¹⁶ Dass dadurch Überschneidungsbereiche entstehen, erstaunt nicht. In ausgeprägter Form finden sie sich etwa im Bereich der Börsendelikte und des Marktmissbrauchs, wo strafrechtliche und aufsichtsrechtliche Tatbestände nebeneinander im Börsengesetz geregelt sind,¹⁷ sowie im Bereich der Vermögensverwaltung, wo das Privatrecht verstärkt durch aufsichtsrechtliche Regeln überlagert wird.¹⁸

Richtet man den Blick auf die möglichen Regulierungsinhalte, so setzt die Schutzgesetzgebung traditionellerweise bei den Akteuren und bei den Produkten an. Im Zusammenhang mit der Regulierung der Akteure kann man Eintrittsschranken, Verhaltens- und Organisationspflichten oder Regeln zur Qualitätssicherung vorsehen. Bei

¹⁴ Beispielhaft für die aufsichtsrechtlichen Regeln: Die Regeln über die Bewilligungspflicht, die Soliditätsregeln, die Organisationsregeln, die Verhaltensregeln sowie die Enforcementregeln. Hinzu kommen Querschnittsthemen wie die Geldwäschereigesetzgebung.

¹⁵ Beispielhaft: Die Regeln über die Verletzung von Bewilligungsvorschriften, die Verletzung von Meldepflichten, die Verletzung von Buchführungspflichten, die Verletzung des finanzmarktrechtlichen Berufsgeheimnisses.

¹⁶ Siehe etwa Art. 145 Abs. 1-3 und Art. 146 f. KAG. Für Normen, die auf das OR verweisen, siehe z.B. Art. 38 f. BankG; Art. 145 Abs. 4 und 5 KAG.

¹⁷ Siehe dazu auch die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, 6873-6914; Entwurf Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Börsengesetz (BEG), BBl 2011, 6915-6922.

¹⁸ Siehe etwa FINMA-RS 2009/1 – Eckwerte zur Vermögensverwaltung. Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard vom 18. Dezember 2008. Grundlegend zur Überlagerung von Aufsichtsrecht und Privatrecht im Finanzmarktrecht: SABINE KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Zürich 2007, 37 ff.

den Produkten stehen Dokumentationspflichten im Vordergrund. Diese können sodann mit Blick auf das angesprochene Kundensegment differenziert werden. Eine neuere Tendenz sieht schliesslich im „Anleger-Empowerment“ neue Möglichkeiten zur Verbesserung des Anlegerschutzes. Hier geht es insbesondere darum, die Stellung des Anlegers im potentiellen Streit mit dem Finanzanbieter zu stärken, indem man besondere und vor allem kostengünstige Streitschlichtungsmöglichkeiten bereitstellt, oder indem man den Anlegern prozessuale Erleichterungen zugesteht.

Schliesslich stellt sich die Frage, mit welchen Steuerungsmechanismen man den Anlegerschutz verwirklichen will. Mit Blick auf die oben beschriebenen, regulierungsrelevanten Teilrechtsgebiete ergibt sich, dass die Unterbindung von unerwünschtem Verhalten durch strafrechtliche und aufsichtsrechtliche Repression sowie durch private Haftung im Vordergrund steht. Wenig entwickelt sind dagegen Anreizsysteme, die ein anlegerschützendes Verhalten fördern würden. Immerhin könnte man aber in den neuen Vorschlägen zum FIDLEG solche Anreize sehen, wenn einerseits vom Finanzdienstleister eine Dokumentation der Kundengespräche verlangt wird und man gleichzeitig für den Zivilprozess eine Beweislastumkehr vorsieht, wonach es dem Finanzdienstleister obliegt, sein sorgfältiges und pflichtgemässes Handeln anhand der entsprechenden Dokumentation nachzuweisen.¹⁹

III. Anlegerschutzdefizite im schweizerischen Recht (Überblick)

Die Anlegerschutzdefizite im schweizerischen Recht wurden durch die verschiedenen Berichte der FINMA und im Hearingbericht des EFD umfassend dargestellt. Der nachfolgende Überblick beschränkt sich auf die wichtigsten Punkte.

A. Kreis der Beaufsichtigten

Nach geltendem Recht werden in der Schweiz einerseits nicht sämtliche Finanzdienstleister beaufsichtigt, andererseits variiert der Umfang der Aufsicht der bewil-

¹⁹ Siehe dazu: EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 19, 24.

lichten bzw. registrierten Finanzdienstleistern stark.²⁰ Banken und Effekthändler, die in der individuellen Vermögensverwaltung sowie in der Anlageberatung tätig sind, unterstehen (auch) für diese Geschäftstätigkeiten der regulären prudentiellen Aufsicht sowie den entsprechenden Verhaltens-, Organisations- und Eigenmittelvorschriften.²¹ Zudem müssen die durch die FINMA anerkannten Verhaltensregeln der Selbstregulierungsorganisationen beachtet werden.²² Ganz anders präsentiert sich die Situation bei den sogenannten externen bzw. unabhängigen Vermögensverwaltern und Anlageberatern.²³ Sie gehören zu den sogenannten „übrigen Finanzdienstleistern“ und werden von der FINMA grundsätzlich nicht prudentiell beaufsichtigt.²⁴ Diese „übrigen Finanzdienstleister“ sind (einzig) an die geldwäschereirechtlichen Vorgaben gebunden und müssen sich demnach entweder einer Selbstregulierungsorganisation (SRO) anschliessen oder sich der GwG-Aufsicht durch die FINMA unterstellen (sog. direkt unterstellte Finanzintermediäre, DUFI).²⁵ Unabhängige Anlageberater fallen jedoch erst unter die Geldwäschereigesetzgebung, wenn sie neben der reinen Beratung und Vermittlung auch Anlagen tätigen.²⁶

Diese Differenzierungen überfordern den durchschnittlichen Bankkunden, der im Ergebnis nicht weiss, ob und in welchem Mass sein Finanzdienstleister von der FINMA überwacht wird.

²⁰ FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 18; FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 35.

²¹ Art. 3 ff. BankG; Art. 4 ff. BankV; Art. 10 ff. BEHG; Art. 17 ff. BEHV.

²² Beispielsweise SBVg, Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge, 2010 und SBVg, Verhaltensregeln für Effekthändler, 2008 (Konkretisierung von Art. 11 BEHG). Beide anerkannt durch FINMA in: FINMA-RS 2008/10, Selbstregulierung als Mindeststandard. Von der Eidg. Finanzmarktaufsicht als Mindeststandard anerkannte Selbstregulierung vom 20. November 2008, N 10, 12.

²³ „Unabhängiger Vermögensverwalter/Anlageberater“ ist keine geschützte Berufsbezeichnung. Der Begriff bedeutet, dass dieser Vermögensverwalter unabhängig von Banken und Effekthändlern agiert, siehe FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), Anhänge, 26 sowie Fn. 140.

²⁴ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 56; FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 18; EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 6. Bewilligungspflichtig ist hingegen der Vertrieb und die Verwaltung von schweizerischen und ausländischen kollektiven Kapitalanlagen: Art. 2 Abs. 1 lit. a, c und d i.V.m. Art. 13 Abs. 2 lit. f (Vermögensverwalter), lit. g (Vertriebsträger) und lit. h (Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen) sowie Art. 18, 120 KAG. Ausnahmen vom Vertrieb: Art. 3 Abs. 2 KAG. Ausführungsbestimmungen finden sich unter: Art. 7 ff. KKV. Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen sind zudem verpflichtet die von der FINMA anerkannten Verhaltensregeln einer Branchenorganisation einzuhalten (Art. 3 Abs. 2 lit. c, 14 Abs. 2, 20 Abs. 2 KAG; Art. 27 KKV; FINMA-RS 2009/1 Eckwerte zur Vermögensverwaltung (Fn. 18)). Ein beachtlicher Teil der Überwachung wird also durch Selbstregulierungsorganisationen übernommen.

²⁵ Art. 2 Abs. 3 i.V.m. Art. 14 GwG.

²⁶ Art. 2 Abs. 3 lit. f GwG; FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), Anhänge, 29.

B. Produktdokumentation

Finanzprodukte unterstehen in der Schweiz und insbesondere auch im europäischen Vergleich nur einer unvollständigen und uneinheitlichen Prospektspflicht. Die gesetzlichen Vorgaben sind über mehrere zivilrechtliche und aufsichtsrechtliche Erlasse verteilt. Entsprechend gross sind die Differenzen bei den inhaltlichen Anforderungen an die Informationsdichte bei verschiedenen Anlageprodukten.²⁷ Da sich die einzelnen Finanzprodukte bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise immer stärker annähern, sind die uneinheitlichen Prospektspflichten unbefriedigend.²⁸ Als anschauliches Beispiel können die kollektiven Kapitalanlagen und strukturierte Produkte herangezogen werden: Kollektive Kapitalanlagen sind nicht nur bewilligungspflichtig, sondern bedürfen auch eines ausführlichen Prospekts.²⁹ Hingegen können strukturierte Produkte ohne Bewilligung durch die FINMA³⁰ öffentlich angeboten werden, sobald ein vereinfachter Prospekt gemäss Art. 5 Abs. 2 KAG bei der Produktemission vorliegt.³¹

In Anbetracht der uneinheitlichen Prospektspflicht im geltenden Recht erstaunt es nicht, dass die Prospekthaftung in gleichem Masse uneinheitlich ausgestaltet ist.³² Bei etlichen Produkten ist zudem nicht vorgeschrieben, wie der Prospekt genau aussehen soll.³³ Zudem sind die Prospekte und abgegebenen Informationen oft in englischer Sprache abgefasst sowie mit Fachwörtern aus dem Finanzbereich „angereichert“, so dass sie für Privatanleger meist nicht verständlich sind.³⁴ Gewisse Pro-

²⁷ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 44; FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 7. Aus dem Anhörungsbericht Vertriebsregeln der FINMA vom 24.2.2012 (Fn. 2) ergibt sich, dass die Mehrheit der Anhörungssteilnehmer eine Vereinheitlichung der Prospektspflichten befürwortet (S. 14).

²⁸ FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln (Fn. 2), 7 f.

²⁹ Art. 15 und 75 ff. KAG; Art. 106 f. KKV, Anhang I zur KKV.

³⁰ Immerhin muss ein prudentiell Beaufsichtigter in einer durch Art. 5 Abs. 1 lit. a KAG vorgesehenen Form beteiligt sein.

³¹ Für weitere frappante Unterschiede bei den Bewilligungs- und Genehmigungsvorschriften sowie bei den Prospektspflichten für die verschiedenen Finanzprodukte siehe FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), Anhänge, 18 ff. Für börsenkotierte Finanzprodukte sind zudem die jeweiligen Kotierungsvorschriften der betreffenden Börse zu beachten.

³² Kollektive Kapitalanlagen: Art. 145 ff. KAG; Strukturierte Produkte: keine besonderen Haftungsbestimmungen, womit Art. 752 und 1156 Abs. 3 OR anwendbar sind. Für Produkte ohne Prospektspflicht: keine speziellen Haftungsbestimmungen.

³³ FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 8.

³⁴ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 30.

dukte können zudem ganz ohne Prospekt angeboten werden.³⁵ Hinzu kommt, dass die Vertreiber am Point of Sale ihren Kunden oft zusätzliche eigene Produkt-Dokumentationen abgeben, die zwar unter Umständen zu einer besseren Verständlichkeit des einzelnen Finanzprodukts führen können, jedoch nicht immer den gesetzlich vorgesehenen Prospekten entsprechen.³⁶ Ausserhalb der (uneinheitlichen) gesetzlichen Vorgaben zur Prospektspflicht sucht die Praxis zudem stets nach zeit- und kostensparenden Möglichkeiten der prospektfreien Platzierung von Finanzprodukten.³⁷

Die unvollständige und uneinheitliche Prospektspflicht nach schweizerischem Recht beeinträchtigt einerseits die Vergleichbarkeit der einzelnen Finanzprodukte sowie andererseits das Einschätzungsvermögen der (Klein-)Anleger über die produktspezifischen Risiken.³⁸ Die bestehenden gesetzlichen Vorgaben gewährleisten nicht, dass interessierte (Klein-)Anleger über die wesentlichen Produktcharakteristika, die Risiken, die Gewinn- und Verlustaussichten sowie die klare Bezeichnung der Gegenpartei rechtzeitig, verständlich und kontinuierlich informiert werden.³⁹

C. Verhaltens- und Organisationspflichten

Die Finanzdienstleister haben am Point of Sale massgeblichen Einfluss auf die Anlageentscheide ihrer (Privat-)Kunden. Die Pflichten der Vertreiber ergeben sich einerseits aus den auftrags- und kaufrechtlichen Bestimmungen des Obligationenrechts und andererseits aus aufsichtsrechtlichen Vorgaben.⁴⁰ Für Privatkunden ist jedoch oft nicht ersichtlich, welchen gesetzlichen Bestimmungen und welchem Be-

³⁵ Prospektfreies Angebot möglich bei Derivatkontrakten, Optionsscheinen, Sparprodukten, Festgeldern und Treuhandanlagen. Siehe dazu FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), Anhänge, 20.

³⁶ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 30; vgl. dazu auch FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 8.

³⁷ Bezüglich prospektfreie Platzierung von Beteiligungsrechten, Anleiensobligationen, strukturierten Produkten und anderen Derivaten sowie kollektiven Kapitalanlagen siehe PATRICK SCHLEIFFER/DAMIAN FISCHER, Prospektfreie Platzierungen, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, 121-193.

³⁸ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 30 f. und 44.

³⁹ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 30 f.; FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 7 ff. Zu den Stossrichtungen für die Verbesserung und Vereinheitlichung der Produktdokumentation: EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 11 ff.

⁴⁰ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 31.

willigungsstatus der Finanzdienstleister untersteht. Im Vergleich zum europäischen Umfeld ist es in der Schweiz bis anhin auch nicht zu einer klaren aufsichtsrechtlichen Statuierung der Leistungspflichten sämtlicher Finanzdienstleister am Point of Sale gekommen.⁴¹

Insbesondere die Pflicht zur Offenlegung der effektiv anfallenden Kosten eines Finanzproduktes ist nicht für alle Finanzdienstleister und auch nicht für alle Finanzprodukte einheitlich geregelt. Kunden können daher oft nicht einschätzen, welche Rendite ihnen nach Abzug aller Kosten tatsächlich verbleiben wird.⁴² Hinzu kommt die Intransparenz bei den Anreizzahlungen, welche der Finanzdienstleister von Dritten für den Verkauf und die Vermittlung bestimmter Finanzprodukte erhält (Stichwort: Retrozessionen).⁴³ Zum Kern der Verhaltenspflichten gehören schliesslich die Angemessenheits- und die Eignungsprüfung (*appropriateness* und *suitability*), die in der Schweiz aufsichtsrechtlich bislang nur sehr punktuell verankert sind.⁴⁴ Schliesslich besteht im geltenden Recht keine Pflicht zur (umfassenden) Dokumentation der vereinbarten und erbrachten Dienstleistung durch den Vermögensverwalter oder Anlageberater.⁴⁵ Diese mangelnde Rechenschaft führt zu Beweisschwierigkeiten für den Kunden bei der Geltendmachung von Schadenersatzforderungen gegen seinen Finanzdienstleister.⁴⁶

⁴¹ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 48 f.; EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 4. Zum europäischen Umfeld: EUROPÄISCHE UNION, Richtlinie 2004/39/EG vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG und der Richtlinie 2000/12/EG und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG (MiFID), ABl. Nr. L 145/1 vom 30. April 2004.

⁴² FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 33 f.

⁴³ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 34 f.; FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 12 f.

⁴⁴ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 17 f. Anders im privatrechtlichen Auftragsrecht, wo diese beiden Prinzipien als Teil der Treuepflicht jedenfalls bei der Anlageberatung und bei der Vermögensverwaltung Geltung beanspruchen. Grundlegend: BGE 133 III 97, 101, E. 5.4; BGE 124 III 155, 162, E. 3a. Siehe dazu weiter: BGer 4A_444/2012, 10.12.2012, E. 3.2; BGer 4A_140/2011, 27.06.2011, E. 3.1; BGer 4A_380/2010, 16.11.2010, E. 2.1; BGer 4C.68/2007 und 4A_74/2008, 13.06.2008, E. 7.1.

⁴⁵ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 36.

⁴⁶ Siehe dazu unten S. 97 (Rechtsdurchsetzung durch Privatanleger).

D. Qualitätssicherung

Vor dem Kauf eines Finanzprodukts haben die Kunden zumeist Kontakt mit einem Kundenberater.⁴⁷ Dabei verlassen sie sich in der Regel auf die Fachkenntnisse ihres Kundenberaters und gehen davon aus, dass dieser sie umsichtig berät und aufklärt. Nach geltendem Recht bestehen jedoch weder für Kundenberater, die bei einem bewilligten oder registrierten Finanzdienstleister angestellt sind, noch für unabhängige Vermögensverwalter oder Anlageberater konkrete Aus- und Weiterbildungspflichten.⁴⁸ Dies, obwohl die Kundenberater bei, insbesondere für Privatpersonen, wichtigen und weitgreifenden Entscheidungen entscheidend mitwirken, sei es bei der Anlage von Vorsorgegeldern oder allgemein bei der Investition von Ersparnissen.

E. Rechtsdurchsetzung durch Privatanleger

Bei den beaufsichtigten Finanzdienstleistern obliegt es der FINMA, die Einhaltung der Verhaltensregeln gegenüber den Kunden zu überwachen und durchzusetzen.⁴⁹ Für den Schaden, den ein Anleger erleidet, sind hingegen die Zivilgerichte zuständig. Die prozessualen Schwierigkeiten bei der Durchsetzung zivilrechtlicher Ansprüche sind allerdings riesig. Dem Anleger obliegt die Beweislast für das Fehlverhalten des Anbieters, obwohl die Dokumentation über die Kundenbeziehung mehrheitlich beim Anbieter liegt.⁵⁰ Hinzu kommt bei der Prospekthaftung die schwierige Frage der Kausalität, indem der Anleger nachweisen muss, dass sein Schaden nach überwiegender Wahrscheinlichkeit aufgrund der unrichtigen, irreführenden oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechenden Angaben entstanden ist.⁵¹

⁴⁷ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 21: „Als Kundenberater gelten alle natürlichen Personen, die mit dem Kunden in Kontakt treten und diesem gegenüber eine Finanzdienstleistung anbieten und ausführen.“

⁴⁸ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 35; FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 19. Eine Ausnahme besteht für die Versicherungsvermittler, siehe Art. 42 ff. VAG und Art. 183 ff. AVO; FINMA, Prüfungsreglement zur Erlangung der beruflichen Qualifikation für Versicherungsvermittler vom 23.11.2012.

⁴⁹ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 24.

⁵⁰ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 36, 58; EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 24.

⁵¹ BGE 132 III 715, 720 ff., E. 3.2.1 und 3.2.2.

Ein weiteres Kräfteungleichgewicht macht sich nach der Anhebung eines Gerichtsverfahrens bemerkbar: Der obligatorische Prozesskostenvorschuss⁵² und die Perspektive eines jahrelangen Gerichtsverfahrens, bei dem die Gegenseite, vertreten durch grosse Kanzleien und entsprechenden Ressourcen für umfangreiche Rechtschriften, die Kosten beliebig in die Höhe treiben kann, wirken für viele Anleger prohibitiv.⁵³ Um es kurz zu fassen: Wer gegen eine Bank klagen will, muss sehr reich sein und sehr verärgert. Und dies über Jahre, denn so lange dauert es, bis das Bundesgericht als letzte Instanz entschieden hat.

F. Grenzüberschreitende Tätigkeit in die Schweiz

Bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen vom Ausland in die Schweiz⁵⁴ nahm die Schweiz bislang eine liberale Haltung ein.⁵⁵ Dies führt allerdings auch dazu, dass die schweizerischen Anleger sich über den Aufsichtsstatus und die Überwachung des Dienstleisters nicht im Klaren sind.⁵⁶ Hinzu kommt, dass die meisten ausländischen Rechtsordnungen strengere Vorschriften für das Anbieten von Finanzdienstleistungen aus dem Ausland kennen.⁵⁷ Für die Anbieter aus der Schweiz entsteht dadurch ein komparativer Wettbewerbsnachteil.

G. Fazit: Notwendigkeit eines Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG)

Die oben beschriebenen Defizite waren der Auslöser für den Vorschlag eines neuen Finanzdienstleistungsgesetzes für die Schweiz. Dieses verfolgt einen sektorübergreifenden Regulierungsansatz, indem insbesondere Produkt- und Verhaltensregeln für

⁵² Siehe Art. 98 ZPO.

⁵³ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 58; FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 21; EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 25.

⁵⁴ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 28: „Eine grenzüberschreitende Dienstleistung liegt vor, wenn ein Anbieter mit Sitz im Ausland eine Dienstleistung an einen Kunden in der Schweiz erbringt. Dabei kann die Dienstleistung ohne physische Anwesenheit des Anbieters oder über dessen Angestellte oder Beauftragte mit Präsenz in der Schweiz erbracht werden.“

⁵⁵ Für Details zum Umfang der uneingeschränkten und ungeprüften Zulassung von Finanzdienstleistungen aus dem Ausland siehe FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 37 sowie Anhänge, 23, 25.

⁵⁶ Vgl. FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 60.

⁵⁷ FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 61.

alle Finanzdienstleister in einem Gesetz zusammengefasst werden. Das bedeutet gleichzeitig, dass die bisherige „Silo-Regulierung“ aufgegeben wird, wonach diese Regeln je separat für die einzelnen Kategorien von Finanzdienstleistern in den einschlägigen Gesetzen statuiert werden.

Kernpunkte des FIDLEG sind die Verschärfung der Aufsicht über die Vermögensverwalter, der Ausbau der Pflicht zur Produktdokumentation und die Klarstellung der Verhaltenspflichten der Finanzdienstleister gegenüber ihren Kunden sowie deren Durchsetzung. Gleichzeitig sollen diese nunmehr für alle Finanzdienstleister geltenden Pflichten stärker auf die verschiedenen Kunden ausgerichtet werden. Ein weiterer Kernpunkt des FIDLEG ist daher das Modell der Kundensegmentierung, das insbesondere zwischen den professionellen und den Retailkunden unterscheidet.⁵⁸

IV. FIDLEG: Welche Rolle für die Selbstregulierung?

Art. 5a der Schweizerischen Bundesverfassung besagt, dass bei der Zuweisung und Erfüllung staatlicher Aufgaben der Grundsatz der Subsidiarität zu beachten ist. Daraus folgt unter anderem, dass der Staat nur tätig werden soll, wenn ohne staatlichen Eingriff eine befriedigende Lösung nicht erreicht werden kann.⁵⁹ Auf Stufe der Gesetzgebung und des Verwaltungshandelns gilt die Subsidiarität als Grundsatz guter Regulierung: Sofern nichtstaatliche Handlungsalternativen zur Zielerreichung verfügbar sind, sollen solche vorrangig gewählt werden.⁶⁰

Im Finanzmarktrecht ist der Grundsatz der Subsidiarität fest verankert.⁶¹ Das Gesetz räumt der FINMA ausdrücklich die Kompetenz ein, die Selbstregulierung zu unterstützen und diese im Rahmen ihrer Aufsichtsbefugnisse als Mindeststandard anzuerkennen und durchzusetzen (Art. 7 Abs. 3 FINMAG). In der Regulierungspraxis bedeutet dies, dass die FINMA jeweils überprüft, ob das Ziel eines Regulierungs-

⁵⁸ Für eine detaillierte Darstellung der einzelnen Stossrichtungen des FIDLEG siehe EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), passim.

⁵⁹ LUZIUS MADER/BERNHARD RÜTSCHKE, Regulierung, Deregulierung, Selbstregulierung, ZSR 2004 II, 7, 137.

⁶⁰ Vgl. MADER/RÜTSCHKE (Fn. 59), 140, für die Stufe der Gesetzgebung (Subsidiarität als legislatischer Grundsatz guter Regulierung). Dasselbe gilt aber fraglos auch für das Verwaltungshandeln.

⁶¹ Zu den verschiedenen Anwendungsbereichen siehe etwa KILGUS (Fn. 18), 76 ff.

vorhabens im Rahmen der Selbstregulierung gleich gut oder besser erreicht werden könnte. Bejaht sie dies, so verzichtet sie auf eine eigene Regulierung.⁶² Mit Blick auf die Erweiterung des Aufsichtsinstrumentariums im Rahmen des FIDLEG (einschliesslich einer ergänzenden Gesetzgebung für die neu zu unterstellenden Finanzdienstleister), stellt sich die Frage nach der möglichen Rolle für die Selbstregulierung und die Selbstregulierungsorganisationen.

A. Themenbereiche und Beurteilungsmassstab

1. Themenbereiche für eine Selbstregulierung

Zunächst sind die möglichen Themenbereiche für eine Selbstregulierung zu identifizieren. Mit Blick auf die oben geschilderten Anlegerschutzdefizite und die im Hearingbericht dargestellten Stossrichtungen kann man zwei Regulierungsebenen unterscheiden: Die Selbstregulierung auf der Stufe der Gesetzgebung und die Selbstregulierung auf der Stufe der Aufsichtshandlungen.

a) Regelsetzung

Bei der Selbstregulierung auf der Stufe der Gesetzgebung geht es primär um die Konkretisierung des Gesetzes durch die Branchenorganisationen. Im Rahmen des FIDLEG ist eine solche Regelsetzung beispielsweise im Bereich der Qualitätssicherung denkbar, namentlich bezüglich der Aus- und Weiterbildung der Kundenberater. Auch bei den Verhaltensregeln ist näher zu untersuchen, ob eine Konkretisierung durch Branchenstandards sachgerecht ist. Gerade in diesem Bereich hat die Selbstregulierung bereits eine gewisse Tradition – man denke etwa an die Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten oder an die Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäfts (beide von der Bankiervereinigung) sowie an die Branchenstandards

⁶² Dies entsprach vor der Inkraftsetzung des FINMAG der Regulierungspraxis der damaligen EBK, siehe dazu EBK – EIDGENÖSSISCHE BANKENKOMMISSION, Selbstregulierung im Finanzsektor, Juli 2007, 20.

zahlreicher SRO im Bereich der Vermögensverwaltung, die im Nachgang zum einschlägigen FINMA-Rundschreiben erlassen wurden.⁶³

b) Aufsichtshandlungen

Bei der Selbstregulierung auf der Stufe der Aufsichtshandlungen geht es um die verschiedenen Aufgaben, die im Rahmen einer Aufsicht über einen Finanzdienstleister bzw. eine bestimmte Gruppe von Finanzdienstleistern wahrzunehmen sind. Im Vordergrund stehen dabei Aufsichtsaufgaben hinsichtlich solcher Dienstleister, die bislang noch keiner Aufsicht unterstehen, also namentlich die externen Vermögensverwalter. Hier sind folgende Themenbereiche zentral: Erstens das Bewilligungsverfahren und zweitens die laufende Überwachung. Das Bewilligungsverfahren umfasst die Überprüfung der Bewilligungsvoraussetzungen und die Bewilligungserteilung. Die laufende Überwachung beinhaltet die allgemeine Kontrolle der Einhaltung der Bewilligungsvoraussetzungen, die Untersuchung im Falle von Anzeichen für eine Pflichtverletzung, und schliesslich die Sanktionierung dieser Pflichtverletzung.

2. *Beurteilungsmassstab für den Einsatz von Selbstregulierung*

Wenn die Selbstregulierung im Finanzmarktrecht auf eine lange Tradition zurückblicken kann und auch heute noch in zentralen Regulierungsbereichen eine tragende Rolle spielt, so entbindet dies nicht von der Frage, in welchen Fällen sie als Steuerungsinstrument Verwendung finden soll. Es braucht mit anderen Worten einen Massstab, anhand dessen beurteilt wird, ob die Steuerung durch Selbstregulierung oder durch eine klassisch-staatliche Regulierung erfolgen soll.

Der Beurteilungsmassstab für die Aufgabenzuweisung zwischen staatlichen und nichtstaatlichen Akteuren ist im Ausgangspunkt immer derselbe: Es ist zu fragen, ob mit einer Selbstregulierung die Regulierungsziele mindestens gleich effizient und gleich effektiv erreicht werden können wie mit einer staatlichen Regulierung.⁶⁴ *Die Selbstregulierung muss also bei einem vergleichbaren Ressourceneinsatz (Effizienz)*

⁶³ Siehe FINMA-RS 2008/10 – Selbstregulierung als Mindeststandard (Fn. 22), N 6, 10. Zur Vermögensverwaltung siehe FINMA-RS 09/1 – Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandards (Fn. 18).

⁶⁴ So etwa auch EBK, Selbstregulierung (Fn. 62), 20.

einen vergleichbaren Wirkungsgrad (Effektivität) erzielen wie die staatliche Regulierung. Häufig wird man mit Blick auf die Effizienz der Selbstregulierung anführen können, private Träger könnten flexibler auf Marktfluktuationen reagieren und sie seien aufgrund ihrer marktwirtschaftlichen Funktionsweise eher geneigt, schlanke Strukturen zu wahren. Zugunsten der Effektivität der Selbstregulierung kann man häufig geltend machen, sie werde vom Fachwissen des relevanten Marktes gespeist, genieße deshalb eine bessere Marktakzeptanz und erziele in der Folge eine höhere Wirksamkeit.

Die soeben beschriebene Steuerungsäquivalenz ist sodann mit Blick auf das konkrete Regulierungsvorhaben und dessen Zielsetzung zu konkretisieren. Beim FIDLEG (einschliesslich eines allenfalls separaten Bewilligungsgesetzes für neu zu unterstellende Finanzdienstleister) lauten die Ziele wie folgt: Stärkung des Kundenschutzes, Wettbewerbsgleichheit unter den Anbietern (same business, same rules) und schliesslich die Kompatibilität mit internationalen Standards.⁶⁵

Als Ergebnis kann man also festhalten: Ob die Delegation von Regelsetzung oder von Aufsichtsaufgaben an die Selbstregulierungsorganisationen im Rahmen des FIDLEG sachgerecht ist, beurteilt sich danach, ob die Zielsetzung des FIDLEG (Kundenschutz, Wettbewerbsgleichheit, internationale Kompatibilität) durch Selbstregulierung gleichermaßen effizient und gleichermaßen effektiv verwirklicht werden kann wie durch eine unmittelbare Zuständigkeit des Gesetzgebers, des Verordnungsgebers, oder der FINMA.

B. Regelsetzung am Beispiel der Verhaltensregeln

Zu den Kernpunkten des FIDLEG gehören sektorübergreifende Verhaltens- und Organisationspflichten. Diese werden fraglos auf Gesetzesstufe verankert werden. Man kann sich aber fragen, ob im Rahmen der FIDLEG-Verhaltenspflichten eine weitergehende Konkretisierung durch Branchenorganisationen vorzusehen ist. Diese Frage ist daran zu messen, ob die Zielsetzung des FIDLEG durch die Selbst-

⁶⁵ Siehe dazu EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 1.

regulierung mit Blick auf Effizienz und Effektivität gleich gut verwirklicht werden kann wie durch eine Konkretisierungskompetenz der FINMA.

I. Verhaltensregeln im FIDLEG

Zu den Kernpunkten des verbesserten Anlegerschutzes auf Ebene der Verhaltens- und Organisationspflichten gehören gemäss FIDLEG-Entwurf die sektorübergreifenden Regeln, die an alle Finanzdienstleister, unabhängig von ihrem Aufsichtsstatus, dieselben Anforderungen stellen.⁶⁶ Inhaltlich umfassen diese Regeln ein breites Spektrum. Zentral sind dabei die Informationspflichten bezüglich des Dienstleisters und seiner Dienstleistung.⁶⁷ Neu werden aber auch die kundenbezogenen Überprüfungspflichten der Dienstleister aufsichtsrechtlich geregelt, also die Angemessenheitsprüfung und die Eignungsprüfung (*appropriateness and suitability*),⁶⁸ die bislang nur privatrechtlich, nämlich über die auftragsrechtliche Treuepflicht, bei der Vermögensverwaltung und der Anlageberatung, galten.⁶⁹ Wie im Privatrecht soll auch im Aufsichtsrecht das Execution Only-Geschäft ohne eine Eignungsprüfung erfolgen können. Auf die Angemessenheitsprüfung kann hingegen nur verzichtet werden, wenn es sich um einfache Finanzprodukte handelt.⁷⁰ Hinzu kommen die Dokumentationspflichten, die einerseits die Vereinbarung mit dem Kunden über die Dienstleistung und andererseits die Rechenschaft über die erbrachte Dienstleistung betreffen.⁷¹ Punktuell bestehen diese Pflichten bereits im Aufsichtsrecht und im Auftragsrecht, namentlich im Bereich der Kostentransparenz.⁷²

⁶⁶ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 4.

⁶⁷ Für Einzelheiten siehe den EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 16 f. sowie das FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 14.

⁶⁸ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 17 f.

⁶⁹ Grundlegend: BGE 133 III 97, 101, E. 5.4; BGE 124 III 155, 162, E. 3a. Siehe dazu weiter: BGer 4A_444/2012, 10.12.2012, E. 3.2; BGer 4A_140/2011, 27.06.2011, E. 3.1; BGer 4A_380/2010, 16.11.2010, E. 2.1; BGer 4C.68/2007 und 4A_74/2008, 13.06.2008, E. 7.1.

⁷⁰ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 18. So bereits FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 17 f. Für entsprechende Vorüberlegungen, die allerdings noch eine Spur liberaler ausfielen, siehe FINMA-Vertriebsbericht 2010 (Fn. 2), 50 (Keine Angemessenheitsprüfung bei entsprechender Information des Kunden).

⁷¹ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 19. Zu den Ausnahmen im Privatrecht siehe etwa BGE 133 III 97, 103 f., E. 7.2; BGer 4A_525/2011, 03.02.2012, E. 3.1; BGer 4A_521/2008 und 4A_523/2008, 26.02.2009, E. 5.1.

⁷² Siehe etwa FINMA-RS 2009/1 (Fn. 18), N 31; Art. 20 Abs. 1 lit. c KAG; Art. 400 Abs 1 OR.

Weiter sollen auch Organisationspflichten festgelegt werden, insbesondere mit Blick auf die Vermeidung von Interessenkonflikten sowie hinsichtlich der Transparenz und Sorgfalt bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen.⁷³ Zu den Organisationspflichten im weiteren Sinne kann man auch die Verpflichtung zur Qualitätssicherung zählen, wonach Kundenberater die nötige Fachkompetenz sowie entsprechende Weiterbildungen nachweisen müssen.⁷⁴

Eine wesentliche Stossrichtung der Regulierung besteht schliesslich in der Kundensegmentierung. So soll namentlich die Eignungs- und Angemessenheitsprüfung entfallen, wenn es sich um professionelle Kundinnen und Kunden handelt.⁷⁵

2. *Selbstregulierung im Rahmen der Verhaltensregeln*

Für ein SRO-Modell bei den Verhaltensregeln könnte man anführen, dass durch entsprechende Branchenstandards die allgemeinen Verhaltensanweisungen des Gesetzes auf der Stufe der spezifischen Dienstleistung (Vermögensverwaltung, Anlageberatung) konkretisiert werden können. Damit würde ein massgeschneiderter Kundenschutz erreicht, was der Zielsetzung des FIDLEG entspricht.

Beispielhaft erwähnt sei hier die im FIDLEG vorgesehene Kostentransparenz im Bereich der Retrozessionen oder Vertriebsentschädigungen.⁷⁶ Diese gestaltet sich bei der Vermögensverwaltung anders als bei der Anlageberatung. Bei der Vermögensverwaltung kann *vor* Ende der Rechenschaftsperiode lediglich angegeben werden, in welcher Prozentbandbreite im Vergleich zum verwalteten Vermögen sich die Entschädigungen bewegen werden. Denn zu diesem Zeitpunkt steht noch nicht fest, in welche konkreten Produkte der Vermögensverwalter investieren wird, verfügt er doch in den Schranken des Anlageprofils über einen Ermessensspielraum.⁷⁷ Anders verhält es sich bei der Anlageberatung. Hier steht nach der Beratung fest, in welches konkrete Produkt investiert wird. Unter diesen Bedingungen kann man ohne Weiteres darüber informieren, wie hoch die Entschädigungen des Emittenten bzw. der

⁷³ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 20.

⁷⁴ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 21 f.

⁷⁵ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 5.

⁷⁶ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 20.

⁷⁷ So auch BGE 137 III 393, 399, E. 2.4.

Fondsgesellschaft ausfallen werden.⁷⁸ Würde man den Branchenorganisationen die Konkretisierung der Kostentransparenz übertragen, so könnten diese aufgrund der Kenntnis ihres eigenen Marktes die notwendigen Differenzierungen vornehmen.

Allerdings ist zu bedenken, dass die sektorübergreifenden Verhaltensregeln im FIDLEG tendenziell sehr viel detaillierter ausfallen werden als etwa die Generalklausel in Art. 11 BEHG, wie sie für die Effekthändler gilt.⁷⁹ Gleichzeitig muss sich die FINMA nicht mehr mit einem Rundschreiben behelfen, das die Verhaltenspflichten aus den allgemeinen Bewilligungsvoraussetzungen für die überwachten Finanzdienstleister „herausdestilliert“, wie dies etwa bei FINMA-RS 09/1 (Eckwerte Vermögensverwaltung) der Fall ist. Wenn aber *das Gesetz* neuerdings die Verhaltensregeln genauer und sektorübergreifend festlegt, so liegt darin ein grundlegender Unterschied zur bisherigen Rechtslage – ein Unterschied, der insbesondere für die Frage der Selbstregulierung Konsequenzen hat. Erstens ist der Konkretisierungsspielraum für die Selbstregulierung nicht mehr gleich gross. Zweitens müssen alle Finanzdienstleister die Verhaltenspflichten einhalten. Das bedeutet: Eine Vielzahl von SRO wäre mit der Konkretisierung von Verhaltensregeln befasst, die *von Gesetzes wegen* – und nicht etwa in einem FINMA-Rundschreiben – bereits relativ detailliert geregelt werden. Man führe dies am Beispiel der Vermögensverwaltung durch: Die individuelle Vermögensverwaltung wird von den Banken, den Effekthändlern, den Fondsleitungen, den Verwaltern von kollektiven Kapitalanlagen, den Vertriebsträgern und den externen Vermögensverwaltern angeboten. Bei letzteren haben sich zudem verschiedene SRO gebildet. Allein für das Vermögensverwaltungsgeschäft würden also zahlreiche Branchenstandards zur Konkretisierung von bestehenden, detaillierten Gesetzesvorgaben erarbeitet und umgesetzt. Unter diesen Umständen ist mit der Selbstregulierung kein Effizienzgewinn verbunden, womit auch deren Steuerungsäquivalenz im Vergleich zur Konkretisierung durch die FINMA in Frage gestellt ist. Dass eine ähnliche Standard-Vielfalt heute mit Blick auf das FINMA-RS

⁷⁸ Nicht zu hören ist der Einwand, eine solche Information sei aufgrund der Ausgestaltung der Vertriebsentschädigung nicht möglich. Diese Ausgestaltung ist modifizierbar und es ist darauf hinzuweisen, dass im Nachbarland Deutschland jede Kleinsparkasse in der Lage ist, dem Anleger diese Information vorab zu liefern, seit die Banken vom deutschen BGH zu dieser Art der Information verpflichtet worden sind.

⁷⁹ Zu den Stossrichtungen im Zusammenhang mit den Verhaltenspflichten siehe EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 16 ff.

09/1 (Eckwerte Vermögensverwaltung) besteht, ändert nichts an der Frage der mangelnden Steuerungsäquivalenz, die durch eine Standard-Vielfalt entsteht. Der aktuelle Mechanismus des FINMA-RS 09/1 will die fehlende gesetzliche Verankerung von sektorübergreifenden aufsichtsrechtlichen Verhaltensregeln kompensieren und ihnen trotz dieses Mangels möglichst breite Nachachtung verschaffen. Das darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass das FINMA-RS 09/1 den Charakter einer Notlösung hat.

Selbst wenn man davon ausgehen würde, dass trotz der Regelung im Gesetz noch ein massgeblicher Konkretisierungsspielraum bei den Verhaltenspflichten besteht, so spricht wiederum die grosse Zahl der SRO gegen das Selbstregulierungsmodell. Jede SRO vermag zwar marktnah zu regulieren und erreicht damit vermutlich eine höhere Akzeptanz bei den angeschlossenen Akteuren. Aber die Vielzahl der Selbstregulierungswerke birgt das Risiko von unterschiedlichen Standards für dieselbe Dienstleistung. Das Kernanliegen des FIDLEG besteht indessen in einer sektorübergreifenden Regelung der Verhaltensregeln. Dieses Kernanliegen lässt sich mit dem SRO-Modell tendenziell weniger wirksam umsetzen als mit einer sektorübergreifenden Regulierung durch die FINMA. Anders gesagt: Die Steuerungsäquivalenz der Selbstregulierung ist aufgrund des Risikos von unterschiedlichen Standards unter dem Aspekt der Effektivität tendenziell zu verneinen.

Hinzu kommt, dass unterschiedliche Konkretisierungen auch Unterschiede im Schutzniveau schaffen: Sollen nämlich die Branchenstandards als konkretisiertes Aufsichtsrecht gelten, so kann der gleiche Sachverhalt bei Anwendung des einen Branchenstandards eine Verletzung des Aufsichtsrechts bedeuten, während er bei Anwendung eines anderen Branchenstandards als gesetzeskonform erscheint. Solche Unterschiede untergraben die Effektivität des Kundenschutzes und lassen es als fraglich erscheinen, ob mit der Konkretisierung der Verhaltensregeln durch die Branchenorganisationen die FIDLEG-Zielsetzung der Stärkung des Kundenschutzes gleich gut erreicht wird wie durch eine Konkretisierung seitens der FINMA.

Im Ergebnis kann man festhalten, dass die Konkretisierung der FIDLEG-Verhaltensregeln durch Branchenstandards kein überzeugendes Modell darstellt. Im Unterschied zur bisherigen Rechtslage werden die Verhaltensregeln relativ detailliert auf Gesetzesstufe geregelt. Dass darüber hinaus eine Vielzahl von SRO konkretisierende Branchenstandards formulieren, erscheint unter Effizienzgesichtspunkten nicht

zweckmässig. Auch hinsichtlich der Wirksamkeit (Effektivität) ist das SRO-Modell gegenüber einer Regelung durch die FINMA nicht vorzugswürdig. Wo viele SRO ein Regelwerk aufstellen, resultieren notwendigerweise unterschiedliche Standards für dieselbe Dienstleistung. Damit ist weder eine effektive Wettbewerbsgleichheit, noch ein effektiver – nämlich gleichmässiger – Kundenschutz gewährleistet. Tendenziell wird die Zielsetzung des Gesetzes besser erreicht und die Rechtssicherheit erhöht, wenn die FINMA mittels Rundschreiben für die einzelnen Geschäftsarten die Konkretisierung vornimmt.

C. Aufsichtshandlungen am Beispiel der externen Vermögensverwalter

Zu den Anliegen des FIDLEG gehört die Ausdehnung des Regulierungskreises auf bisher nicht beaufsichtigte Finanzdienstleister. Im Vordergrund stehen die externen Vermögensverwalter.⁸⁰ Ausgehend vom eingangs entwickelten Beurteilungsmassstab kann man am Beispiel der externen Vermögensverwalter der Frage nach den Möglichkeiten und Grenzen einer Selbstregulierung im Rahmen des FIDLEG und eines allfälligen neuen Unterstellungsgesetzes nachgehen.

1. Aufsicht über die externen Vermögensverwalter

In der Schweiz wird rund 5'300 Milliarden Fr. Vermögen verwaltet.⁸¹ Die sogenannten externen Vermögensverwalter erreichen einen Marktanteil von ca. 11%.⁸² Diese Marktrelevanz und die Risiken, die insbesondere aus einer unsachgerechten Vermö-

⁸⁰ Siehe dazu EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 6 ff.

⁸¹ Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg), Factsheet Finanzplatz Schweiz – Juli 2012, 5. Das Factsheet verweist auf S. 5 für den Begriff des verwalteten Vermögens auf die FINMA. Danach umfasst das verwaltete Vermögen „alle Anlagewerte, für die Anlageberatungs- und/oder Vermögensverwaltungsdienstleistungen erbracht werden.“

⁸² Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg), Das Schweizer Vermögensverwaltungsgeschäft 2011, 13. Der Marktanteil von 11% betrug beim damaligen Stand des verwalteten Vermögens (5'600 Mrd. CHF per Ende 2009) ca. 600 Mrd. CHF.

gensverwaltung resultieren können,⁸³ lassen die Frage der prudentiellen Aufsicht der externen Vermögensverwalter auch im Rahmen des FIDLEG in den Vordergrund rücken.⁸⁴ Dies umso mehr, als sich das übrige regulatorische Umfeld für Vermögensverwalter in jüngerer Zeit erheblich verändert hat. So können infolge der Strukturreform der beruflichen Vorsorge nur noch solche Vermögensverwalter Pensionskassengelder verwalten, die prudentiell beaufsichtigt werden.⁸⁵ Zwar kann die Oberaufsichtskommission eine Ausnahme erteilen,⁸⁶ aber das wird sie aus Gründen des eigenen Risikomanagements zurückhaltend und nicht dauerhaft tun. Hinzu kommt, dass die unabhängigen Vermögensverwalter sich nicht mehr ohne Weiteres unter dem „Label“ eines Verwalters einer kollektiven Kapitalanlage dem KAG unterstellen können.⁸⁷ Schliesslich gilt es, die regulatorischen Rahmenbedingungen in der EU zu beachten. Die MiFID schreibt für die unabhängigen Vermögensverwalter eine Aufsicht vor.⁸⁸

⁸³ So erlitten etwa im Zusammenhang mit der Vermögensverwalterin ASE Investment AG über 500 Anleger Verluste in einen dreistelligen Millionenbetrag. Siehe dazu: FINMA-Medienmitteilung vom 14.05.2012; NZZ vom 15.05.2012, 27 (ASE Investment; 500 Kunden verlieren ihr Geld); BaZ vom 28.02.2013, 37 (Bericht über Betrugsfälle bleibt geheim; Gericht untersagt Staatsanwaltschaft Zugriff auf Untersuchung der ASE-Affäre).

⁸⁴ Neu ist die Diskussion um die prudentielle Überwachung der externen Vermögensverwalter allerdings nicht. Siehe dazu etwa: FRANCA CONTRATTO, Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter gemäss FINMA-Rundschreiben 2009/1: Nährboden für strukturelle Vollzugsdefizite?, SZW 2010, 341, 341 Fn. 2; URS ZULAUF/OLIVER ZIBUNG, Aufsichtsregeln zur Vermögensverwaltung in der Schweiz – Status quo und Ausblick, ZSR 2008 I, 9, 37 f.; MARIO A. BASSI, Der bankunabhängige Vermögensverwalter. Analyse des Handlungsbedarfs einer möglichen Aufsicht unter Berücksichtigung des amerikanischen und englischen Rechts, Zürich 1996, 163 ff.

⁸⁵ Art. 48f Abs. 3 BVV 2 (SR 831.441.1), in Kraft ab 1. Januar 2014 (AS 2011, 3444). Verlangt wird eine Aufsicht nach dem BankG, dem BEHG, dem KAG oder dem VAG. Bis zum 22.02.2013 lief zudem eine Anhörung zur Erweiterung der Reform von Art. 48f Abs. 3-6 BVV 2, <<http://www.bsv.ad/min.ch>>, Themen, Berufliche Vorsorge und 3. Säule, Aktuell.

⁸⁶ Art. 48f Abs. 4 BVV 2.

⁸⁷ Siehe dazu FINMA, Medienmitteilung vom 15. Februar 2011. Unter dem bisherigen Recht konnten sich nur die Verwalter von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen dem KAG freiwillig unterstellen. Die FINMA hält aber in ihrer Medienmitteilung fest, dass dies nicht über die pro forma Auflegung einer ausländischen kollektiven Kapitalanlage zu erreichen ist. Sodann wurde der Vorschlag des Nationalrats, dass sich die kleinen Verwalter von Schweizer Fonds freiwillig dem KAG unterstellen können, im Differenzbereinungsverfahren fallengelassen. Siehe dazu Parlamentarische Beratung zur Änderung des Kollektivanlagengesetzes (KAG), Geschäftsnummer 12.037, insbesondere zu Art. 2 Abs. 2^{bis} KAG: Amtl. Bull SR 2012, 549 (Beschluss Ständerat vom 13.06.2012); Amtl. Bull. NR 2012, 1319 ff. (Vorschlag einer Minderheit im Nationalrat für eine erweiterte freiwillige Unterstellung), 1470 (Nationalrat schwenkt auf den Beschluss des Ständerates vom 13.06.2012 ein).

⁸⁸ Zur MiFID siehe oben Fn. 41. Zur Unterstellung der Vermögensverwalter siehe insbesondere Art. 1 Abs. 1 (Unterstellung von Wertpapierfirmen), Art. 4 (Wertpapierfirma ist „jede juristische Person,

Im Hearingbericht werden zwei Aufsichtsmodelle zur Diskussion gestellt: Die erste Variante unterstellt die Vermögensverwalter den Verhaltensregeln des FIDLEG und überträgt die Aufsicht und Überwachung einer oder mehreren Selbstregulierungsorganisationen. Die zweite Variante sieht ein klassisches Aufsichtsmodell vor, bei dem die Vermögensverwalter den Verhaltensregeln des FIDLEG unterstellt und von der FINMA überwacht werden.⁸⁹ Mit Blick auf die erste Variante stellt sich die Frage, wie das SRO-Modell für externe Vermögensverwalter mit Blick auf den eingangs entwickelten Beurteilungsmassstab für eine Selbstregulierung zu würdigen ist.

2. *Selbstregulierung im Rahmen des Bewilligungsverfahrens*

Was die Delegation des Bewilligungsverfahrens angeht, so kann man zwischen der Prüfung der Bewilligungsvoraussetzungen und der eigentlichen Bewilligungserteilung unterscheiden. In beiden Fällen ist die Regulierungs-Delegation am Beurteilungsmassstab für eine Selbstregulierung zu messen. Es ist mithin zu fragen, ob die Zielsetzung des FIDLEG (Kundenschutz, Wettbewerbsgleichheit, internationale Standards) durch Selbstregulierung gleich gut – also gleichermaßen effizient und gleichermaßen effektiv – verwirklicht werden kann wie durch eine unmittelbare Zuständigkeit der FINMA.

a) Überprüfung der Bewilligungsvoraussetzungen

Mit Blick auf die Überprüfung der Bewilligungsvoraussetzungen für den Markteintritt der externen Vermögensverwalter ist zunächst zu fragen, ob die gesetzliche Zielsetzung des verbesserten Kundenschutzes durch das SRO-Modell gleich gut verwirklicht werden kann wie durch eine staatliche Zuständigkeit. Das ist an sich zu bejahen, denn die Bewilligungsvoraussetzungen sind gesetzlich festgelegt und die SRO unterliegen der Überwachung durch die FINMA. Selbst wenn man mögliche Interessenkonflikte bei der Anwendung der einzelnen Bewilligungsvoraussetzungen in Rechnung stellt, so kommt es auf dieser Stufe wohl kaum zu einer Gefährdung

die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbmässig eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten ausübt“), Art. 4 Abs. 1 Nr. 9 (Portfolioverwaltung) der RL 2004/39/EG (MiFID).

⁸⁹ EFD, Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 6.

des Kundenschutzes. Fraglich ist hingegen, ob man die Steuerungsäquivalenz des SRO-Modells auch unter dem Aspekt der „gleich langen Spiesse“ bejahen kann. Aktuell sind die externen Vermögensverwalter in verschiedenen SRO zusammengeschlossen. Daraus resultieren zwangsläufig gewisse Unterschiede bei der Beurteilung von Bewilligungsgesuchen, einschliesslich des Risikos eines „race to the bottom“. Solche Unterschiede können zwar durch die Kontrolle der FINMA aufgefangen werden, aber eben nur mit dem entsprechenden kontinuierlichen Kontrollaufwand. Überträgt man die Aufgabe an eine einzige SRO, so wird damit ein Konsolidierungsprozess eingeleitet, der zu einer Monopolstellung einer einzigen SRO führen wird. Damit ist dann allerdings der Spielraum der FINMA eingeschränkt, wenn sie die Qualität der Überprüfungsverfahren beanstanden will: Es gibt dann auf dem Markt keine Anbieter mehr, denen man diese Aufgaben übertragen könnte. Was schliesslich die internationalen Standards, namentlich den Rechtsrahmen in der EU, angeht, so liegen die Bewilligungsverfahren für die Vermögensverwalter durchweg in staatlicher Hand.⁹⁰

Neben diesen zielorientierten Äquivalenzkriterien stellt sich auf der allgemeinen Ebene die Frage, welcher Effizienz- und Effektivitätsgewinn mit der Delegation des Überprüfungsverfahrens an die SRO verbunden ist. Für das SRO-Modell kann man aus Effizienzgesichtspunkten die erhöhte Flexibilität von privaten Akteuren bei der Reaktion auf Marktfluktuationen anführen. Denn gerade im Bereich des Bewilligungsverfahrens ist von einem grossen Anfangsvolumen auszugehen, das in der Folge stark abnehmen wird. Gegen das SRO-Modell im Bereich „Überprüfung der Bewilligungsvoraussetzungen“ sprechen dagegen aus Effizienzgesichtspunkten die Doppelspurigkeiten, die aus einem solchen zweistufigen Verfahren resultieren. Die FINMA wird eine gleichmässige und gesetzeskonforme Prüfung durch die SRO mittels einer kontinuierlichen Kontrolltätigkeit sicherstellen müssen. Diese Kontrolle entfällt, wenn sie direkt zuständig ist. Hinzu kommt, dass – anders als etwa bei der Delegation von beruflichen Fähigkeitsprüfungen an die Berufsverbände – die

⁹⁰ In Deutschland überprüft die BaFin die Voraussetzungen der Bewilligung und erteilt diese gleichzeitig, § 32 Abs. 1 i.V.m. § 6 Abs. 1 KWG. In Liechtenstein ist die FMA für das Bewilligungsverfahren zuständig, Art. 5 f. VVG. In Grossbritannien ist die FSA (noch; Stand März 2013) zuständig, § 1 Abs. 1 i.V.m. § 19, 22 und 40 FSMA. In Singapur liegt die Zuständigkeit bei der Monetary Authority of Singapore, § 2 Abs. 1 i.V.m. § 86 SFA.

Fachkompetenz für Bewilligungsfragen nicht bei den Branchenorganisationen des Finanzmarktes, sondern bei der FINMA liegt, die diesbezüglich über einen umfassenden Erfahrungsschatz verfügt. Mit Blick auf das Effizienzkriterium bedeutet dies: Es erscheint vom Ressourceneinsatz her nicht sinnvoll, dass mehrere SRO Überprüfungsstrukturen aufbauen, wenn diese Strukturen bei der FINMA bereits vorhanden sind. Auch mit Blick auf die Effektivität überzeugt eine Delegation des Überprüfungsverfahrens nicht vollständig. Denn es ist fraglich, ob die verschiedenen SRO, die im Bereich der externen Vermögensverwaltung existieren, sich innerhalb nützlicher Frist eine der FINMA vergleichbare Fachkompetenz in Bewilligungsfragen aneignen können. Damit stellt sich aber die Frage nach einer vergleichbaren Qualität dieser Überprüfungshandlungen.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass eine Delegation der Überprüfung der Bewilligungsvoraussetzungen durch die SRO weder eine Effizienzsteigerung noch ein qualitativ besseres Überprüfungsverfahren verspricht. Im Gegenteil: Eine solche Aufgabenteilung führt zu Doppelspurigkeiten und birgt das Risiko von Qualitätseinbußen. Auch im Hinblick auf die Zielsetzung des FIDLEG drängt sich das SRO-Modell nicht auf. Die unterschiedlichen Standards bei der Rechtsanwendung, die aus der Zuständigkeit einer Vielzahl von SRO resultieren, bergen das Risiko von Ungleichbehandlungen und gefährden zudem die Rechtssicherheit. Auch entspricht ein solches Modell nicht den internationalen Standards. Die Ziele der Wettbewerbsgleichheit und der internationalen Kompatibilität werden mithin verfehlt.

b) Erteilung der Bewilligung

Nachdem die Delegation der Überprüfung der Bewilligungsvoraussetzungen der externen Vermögensverwalter an die SRO sich mit Blick auf die Steuerungsäquivalenz als nicht sachgerecht erwiesen hat, stellt sich die Frage, ob eine Erweiterung der SRO-Kompetenz auf die Bewilligungserteilung die bisher erörterten Nachteile zu kompensieren vermag. Dies ist allerdings nicht der Fall. Zwar werden die Doppelspurigkeiten vermieden, die aus der Trennung zwischen Bewilligungsprüfung und Bewilligungserteilung resultieren. Hingegen wird in diesem Fall die FINMA ihre Überwachungstätigkeit über die SRO noch verstärken müssen, womit ein Teil der Doppelspurigkeiten bestehen bleibt. Auch bleibt es dabei, dass die verschiedenen SRO sich kaum eine mit der FINMA vergleichbare Fachkompetenz zur Beurteilung von Bewilligungsgesuchen aneignen können. Es verhält sich wie im Medizinalbe-

reich: Die Kompetenz steigt mit den Fallzahlen, und hier hat die FINMA aufgrund ihrer Zuständigkeit für die bereits unterstellten Finanzdienstleister einen nicht einholbaren Kompetenzvorteil.

Hinzu kommt, dass die Äquivalenz der Selbstregulierung insbesondere auch mit Blick auf die Zielsetzung des FIDLEG gewährleistet sein muss. Auch hier bleibt es dabei, dass aus der Vielzahl zuständiger SRO eine Vielzahl von Bewilligungsstandards resultiert, was der FIDLEG-Zielsetzung der gleichen Wettbewerbsbedingungen für die Anbieter einer Dienstleistungssparte (same business, same rules) zuwiderläuft. Die damit verbundene Intransparenz und Rechtsunsicherheit lässt sich vermeiden, wenn die FINMA als Bewilligungsbehörde zuständig ist.

In diesem Zusammenhang ist schliesslich zu bedenken, dass die Erteilung einer Polizeibewilligung zum Kern der staatlichen Aufgaben gehört. Eine Übertragung der Bewilligungskompetenz kommt vor, aber sie ist selten.⁹¹ Dass im Bereich der externen Vermögensverwalter bereits gut funktionierende SRO bestehen, vermag für sich allein als Begründung nicht zu überzeugen, denn die Selbstregulierung ist in der Schweiz auch in anderen Branchen stark verankert, nicht zuletzt auch im Bankenbereich. Dennoch steht eine Übertragung des Bewilligungsverfahrens für Banken an die Bankiervereinigung nicht zur Diskussion.

3. *Selbstregulierung im Rahmen der laufenden Überwachung*

Ein weiterer möglicher Delegationsbereich, bei dem die SRO zur Erfüllung von Aufsichtsaufgaben hinsichtlich der externen Vermögensverwalter beigezogen werden können, liegt bei der laufenden Überwachung. Hier geht es einerseits um die allgemeine Kontrolle der Einhaltung der Bewilligungsvoraussetzungen und andererseits um die Untersuchungsmassnahmen bei Anzeichen von Pflichtverletzungen sowie deren allfälliger Sanktionierung. Ein SRO-Modell muss auch hier die Ziele des FIDLEG (Kundenschutz, Wettbewerbsgleichheit, Kompatibilität mit internatio-

⁹¹ Auf nationaler Ebene: Das eidgenössische Starkstrominspektorat (ESTI) erteilt Bewilligungen im Bereich von Stromanlagen. Das ESTI wird im Auftrag des Bundes durch den privaten Verband Electrosuisse geführt. Siehe dazu Art. 16 ff., 21 EleG sowie Art. 1, 2 der Verordnung über das Eidgenössische Starkstrominspektorat.

nenal Standards) mindestens gleich effizient und gleich effektiv verwirklichen können wie eine Überwachung durch die FINMA.

Dabei ist in Rechnung zu stellen, dass das FIDLEG neu einen relativ detaillierten Katalog von Verhaltensregeln aufstellen will.⁹² Diese sind Teil der ständig einzuhaltenden Bewilligungsvoraussetzungen und ihre Einhaltung ist zu überwachen. Es ist vorauszusehen, dass die Kunden künftig häufiger eine Verletzung der Verhaltenspflichten anzeigen werden (Art. 71 Abs. 1 VwVG). Zwar haben sie in den so ausgelösten Untersuchungs- und Sanktionsverfahren keine Parteistellung (Art. 71 Abs. 2 VwVG).⁹³ Dennoch wirft diese Entwicklung umso mehr die Frage nach den Grenzen der Selbstregulierung im Bereich der Überwachungshandlungen auf.

a) Allgemeine Überwachung der Bewilligungsvoraussetzungen

Für den Bereich der laufenden Überwachung der Bewilligungsvoraussetzungen ist zu bedenken, dass den SRO für die Überprüfung vor Ort – also dem effektiven *regulatory audit* – die Sachkompetenzen und die Ressourcen fehlen. Dafür sind bei allen Bewilligungsträgern, die einer finanziellen und aufsichtsrechtlichen Prüfung unterliegen, die spezialisierten Prüfgesellschaften zuständig. Selbst eine grosse Branchenorganisation wie die Schweizerische Bankiervereinigung würde niemals für sich in Anspruch nehmen, die Prüfhandlungen bei den Banken vornehmen zu können. Wenn aber den SRO für die direkte Überwachung die Sachkompetenzen und Ressourcen fehlen, stellt eine Selbstregulierung unter dem Gesichtspunkt der vergleichbaren Effektivität keine tragfähige Lösung dar.

Tatsächlich liegt es nahe, die effektive Überwachung der Bewilligungsvoraussetzungen gleich wie bei den bestehenden Bewilligungsträgern (z.B. Banken, Effektenhändler) den anerkannten Prüfgesellschaften oder allenfalls besonderen Revisoren zu übertragen. Diese wären auch zuständig für die Überprüfung der Einhaltung der Verhaltenspflichten.⁹⁴ Die Aufsicht und Überprüfung der Prüfgesellschaften müsste

⁹² Siehe dazu EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 16 ff.

⁹³ Siehe dazu auch BGer, Urteil vom 14.08.1995, EBK-Bull. 1998/29, 46, 50 f.

⁹⁴ Hier wäre konkret zu prüfen, ob die externen Vermögensverwalter die organisatorischen Vorkehrungen getroffen haben, damit die Verhaltensregeln betriebsintern eingehalten werden, und ob zweitens –

dabei weiterhin bei der FINMA verbleiben, käme es doch sonst zur Doppelung der Aufsichtstätigkeit. Dann aber stellt sich die Frage, welche Rolle den Selbstregulierungsorganisationen im Bereich der allgemeinen Überwachung noch bleibt. Wenn sich diese Rolle auf die Entgegennahme von Prüfberichten und deren Weiterleitung an die FINMA beschränkt, so stellt dies unter Effizienz Gesichtspunkten keine überzeugende Regulierungsvariante dar. Gleich zu beurteilen wäre der Fall, in dem nur diejenigen Prüfberichte weitergeleitet werden, die Beanstandungen enthalten. Mit einer solchen Triage-Funktion ist kein massgeblicher Effizienzgewinn verbunden, zumal es in zeitlicher Hinsicht zu Verzögerungen kommt, wenn die Prüfberichte nicht direkt der FINMA zugehen.

Anders wäre die Effizienzfrage allenfalls zu beantworten, wenn die SRO der externen Vermögensverwalter die Prüfberichte nicht nur auf Beanstandungen hin kontrollieren würden, sondern im Falle ihres Vorliegens oder bei sonstigen Anzeichen für eine Pflichtverletzung geeignete Untersuchungsmassnahmen einleiten oder gar Sanktionen ergreifen könnten. Ob die Spiegelung der Kompetenzen der FINMA bei den SRO der externen Vermögensverwalter sachgerecht ist, muss man allerdings mit einem Fragezeichen versehen, wie nachfolgend genauer ausgeführt wird.

b) Untersuchungs- und Sanktionsmassnahmen

Will man die SRO der externen Vermögensverwalter effektiv mit der laufenden Überwachung betrauen, so wird man ihnen auch die Kompetenzen für Untersuchungs- und Sanktionsmassnahmen einräumen müssen, denn nur so lässt sich eine ineffiziente Triage-Funktion der SRO vermeiden.

Mit Blick auf die FIDLEG-Zielsetzung eines verstärkten Kundenschutzes erscheint eine Delegation des gesamten Untersuchungs- und Enforcementinstrumentariums der FINMA – z.B. Einsetzung von Untersuchungsbeauftragten, direkte Prüfung vor Ort, Bewilligungsentzug – an die zahlreichen (grossen und kleinen) SRO der externen Vermögensverwalter allerdings fragwürdig. Die erste Frage stellt sich mit Blick auf die organisatorischen und inhaltlichen Voraussetzungen, die an eine solche De-

etwa im Rahmen von Stichproben – dem externen Vermögensverwalter attestiert werden kann, dass die Verhaltensregeln in seinem Betrieb eingehalten werden.

legation geknüpft sind. Namentlich wären die SRO für ihre Untersuchungs- und Sanktionsmassnahmen an das VwVG gebunden, sie müssten also beispielsweise das rechtliche Gehör gewähren, Verfügungen oder jedenfalls anfechtbare Empfehlungen erlassen usw. Abgesehen von der Frage genügender Fach- und Personalressourcen lässt sich eine solch weitgehende Übertragung von klassischen hoheitlichen Aufgaben an eine Vielzahl privat organisierter Interessenverbände unter rechtsstaatlichen Gesichtspunkten nur schwer rechtfertigen.

Hinzu kommt ein Weiteres: Der Kundenschutz misst sich nicht allein an der Tatsache eines effektiven Untersuchungs- und Durchsetzungsregimes, sondern auch an der öffentlichen Wahrnehmung über dessen Effektivität. Kundenschutz muss sowohl „in fact“ als auch „in appearance“ gewährleistet sein. Welche Glaubwürdigkeit hat aber ein Kundenschutz, der sich darin erschöpft, dass diese Kunden sich an die jeweils zuständige SRO wenden müssen, die den Fall untersucht und allenfalls Sanktionen ergreift? Dem Kunden kommt in diesen Verfahren keine Parteistellung zu (Art. 71 Abs. 2 VwVG), er kann keine Überprüfung des SRO-Entscheids durch die FINMA erreichen. Der gesamte Bereich der Verhaltens- und Organisationspflichten der externen Vermögensverwalter bleibt damit eine rein interne Angelegenheit der Interessenverbände und ihrer Mitglieder. Zwar könnte man durch eine gesetzliche Sonderregelung Abhilfe schaffen, indem man den Kunden für diese Fälle die Parteistellung zugesteht. Das aber wiederum bedeutet, dass die SRO ein Verwaltungsverfahren unter Wahrung der *verschiedenen* Parteirechte (externer Vermögensverwalter, Kunde) durchführen müssen. Damit erreichen die prozessualen Rahmenbedingungen eine Komplexität, die für eine SRO nicht zu bewältigen ist. Zudem bleibt es dabei dass der Kunde zunächst ein „erstinstanzliches“ Branchenverfahren durchlaufen muss, bevor er überhaupt an die – aus seiner Sicht – neutrale staatliche Aufsichtsbehörde gelangen kann. Dort wird man ihm die Parteistellung wieder verwehren müssen, ansonsten die FINMA zu einer zivilen Streitbehörde mutiert. Diese verfahrensmässige Achterbahn ist aus Sicht eines effizienten und effektiven Kundenschutzes alles andere als optimal. Man wird sich mit Fug fragen, warum der Gesetzgeber die externen Vermögensverwalter einer Regulierung unterstellen will, um sie dann im absolut zentralen Bereich des Kundenschutzes in die Selbstregulierung zu entlassen.

Im Übrigen zeigt dieses Beispiel, dass das SRO-Modell, wie es im Rahmen der Geldwäscherei existiert, nicht gleichermassen auf das FIDLEG übertragbar ist. Das

GwG dient dem Schutz der Integrität des schweizerischen Finanzmarkts und nicht dem individuellen Kundenschutz.⁹⁵ Das FIDLEG ist grundlegend anders ausgerichtet: Der verbesserte Kundenschutz gehört zu den Hauptzielen des Gesetzes, und die Verhaltens- und Organisationsregeln sind auf die Kundenbeziehung ausgerichtet. Während man es beim GwG ausschliessen kann, dass Kunden mit Blick auf die *eigene* Kundenbeziehung eine Verletzung der GwG-Bestimmungen seitens ihres Finanzdienstleisters bei der zuständigen Stelle anzeigen wollen, wird es beim FIDLEG solche Kundenanzeigen regelmässig geben.

Auch unter dem Aspekt der gleichen Wettbewerbsbedingungen (*same business, same rules*) erscheint eine Delegation der Untersuchungs- und Sanktionskompetenzen an die SRO der externen Vermögensverwalter nicht sachgerecht. Wer als Bank oder als Effekthändler in der Vermögensverwaltung tätig ist oder wer kollektive Kapitalanlagen verwaltet, sieht sich mit der FINMA konfrontiert, die – wann immer sie Anlass für die Vermutung einer Pflichtverletzung hat – mit der distanzierteren Sicht einer staatlichen Aufsichtsstelle von Amtes wegen ihr ausgebautes Untersuchungsinstrumentarium in Gang setzen wird. Eine Zuständigkeit der SRO ist damit nicht vergleichbar und sie wird von den Marktakteuren auch nicht als vergleichbar wahrgenommen. Schliesslich entspricht die Übertragung von Untersuchungs- und Sanktionskompetenzen an SRO nicht den internationalen Standards.⁹⁶ Im europäischen Umfeld gilt dies generell für alle Regulierungsaspekte der Vermögensverwaltung, die gemäss MiFID einer staatlichen Aufsicht zu unterstellen sind.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die Selbstregulierung im Bereich der Untersuchungs- und Sanktionsmassnahmen keine tragfähige Alternative zur direkten Zuständigkeit der FINMA darstellt.

⁹⁵ BGE 134 III 529, 532, E. 4.3, m.w.N. (GwG-Bestimmungen sind keine zivilrechtlichen Schutznormen, deren Verletzung zu einem Schadenersatzanspruch aus unerlaubter Handlung führen könnte).

⁹⁶ Siehe dazu die Sanktionsbefugnis der FMA in Liechtenstein gemäss Art. 29 ff. und 41 VVG. Die Überwachung der Bewilligungsvoraussetzungen wird nach Art. 44 VVG an die Revisionsstellen übertragen. In Deutschland kann die Bundesanstalt Bewilligungen entziehen, § 35 Abs. 2 KWG. Gleichzeitig ist sie nach § 6 KWG für die Überwachung verantwortlich. In Singapur liegt die Kompetenz zum Entzug einer Bewilligung bei der Monetary Authority of Singapore, § 95 SFA. Sanktionen können im Rahmen von § 101A SFA verhängt werden.

4. *Fazit*

Die Frage nach den Möglichkeiten und Grenzen der Selbstregulierung im Bereich der externen Vermögensverwaltung beurteilt sich danach, ob mit der Selbstregulierung die Zielsetzung des FIDLEG gleich effizient und gleich effektiv erreicht werden kann wie mit einer staatlichen Regulierung. Anders gesagt: Das SRO-Modell muss bei einem vergleichbaren Ressourceneinsatz (Effizienz) einen vergleichbaren Wirkungsgrad (Effektivität) erzielen wie eine Regulierung durch den Verordnungsgeber und die FINMA.

Als Ergebnis kann man festhalten, dass weder für den Bereich des Bewilligungsverfahrens noch für den Bereich der laufenden Überwachung die Delegation von Aufgaben an eine oder mehrere SRO ein überzeugendes Lösungsmodell darstellt. Das SRO-Modell führt beim Bewilligungsverfahren zu unterschiedlichen Bewilligungsstandards. Das widerspricht dem Kernanliegen des FIDLEG, für gleiche Finanzdienstleistungen gleiche Rahmenbedingungen zu schaffen. Das SRO-Modell vermag auch keine vergleichbare Verfahrensqualität sicherzustellen. Die Fachkompetenz der FINMA in diesem Bereich ist aufgrund des reichen Erfahrungsschatzes und der ständigen Vergleichsmöglichkeit mit anderen Bewilligungsverfahren für die SRO der externen Vermögensverwalter kaum erreichbar. Hinzu kommt schliesslich, dass im internationalen, namentlich im europäischen Vergleich die externen Vermögensverwalter durchwegs ein staatliches Bewilligungsverfahren durchlaufen müssen. Das SRO-Modell verfehlt mithin das Ziel der internationalen Kompatibilität.

Auch im Überwachungsbereich überzeugt das SRO-Modell nicht. Die ständige Überwachung der Bewilligungsvoraussetzungen erfordert finanzielle und aufsichtsrechtliche Prüfhandlungen, die – wie bei den übrigen Bewilligungsträgern – von spezialisierten Prüfern und Prüfgesellschaften vorgenommen werden müssen. Die SRO sind dazu nicht in der Lage – wie übrigens auch die Bankiervereinigung dazu nicht in der Lage wäre. Faktisch würde die ständige Überwachungsfunktion der SRO im Wesentlichen darin bestehen, die Prüfberichte zu kontrollieren. Damit ist gegenüber einer Prüfbericht-Kontrolle durch die FINMA unter Effizienzgesichtspunkten nichts gewonnen. Zudem stellt sich die Frage, wie vorzugehen ist, wenn Anzeichen für die Verletzung von Bewilligungsvoraussetzungen vorliegen, sei es aufgrund von Prüfbeanstandungen, von sonstigen Hinweisen oder aufgrund von Kundenanzeigen (Art. 71 Abs. 1 VwVG). Mit Letzterem ist angesichts der neuen,

aufsichtsrechtlichen Verankerung der Verhaltenspflichten vermehrt zu rechnen, dies im Unterschied zur GwG-Gesetzgebung. Sollen die SRO hier eine tragende Rolle übernehmen, so müsste man ihnen die gesamten Untersuchungs- und Sanktionskompetenzen der FINMA übertragen. Verzichtet man darauf, so fügt man mit der SRO-Zuständigkeit lediglich eine weitere Stufe im Aufsichtsprozess ein, was weder besonders effizient, noch besonders effektiv ist.

Entscheidet man sich für eine Spiegelung der FINMA-Kompetenzen an die SRO, so trifft dies auf rechtsstaatliche Bedenken: Die Untersuchungs- und Sanktionskompetenzen der FINMA zählen zu den Kernaufgaben einer staatlichen Behörde. Es handelt sich um klassische Bereiche der Eingriffsverwaltung. Diese Aufgaben an beliebig viele und beliebig kleine Interessenverbände zu delegieren, lässt sich kaum rechtfertigen. Offenkundig entspricht eine solche Kompetenzdelegation auch nicht den internationalen Standards. Werden zudem allein die externen Vermögensverwalter einem privaten Regulierungsrahmen unterstellt, so steht dies im Spannungsverhältnis zur Zielsetzung des FIDLEG, gleiche Rahmenbedingungen für gleiche Dienstleistungen zu schaffen. Was schliesslich den Kundenschutz angeht, so ist die herausragende Schwäche des SRO-Modells im Untersuchungs- und Sanktionsbereich seine fehlende Glaubwürdigkeit. Anzeigen von Kunden über die Verletzung von Verhaltenspflichten wären im SRO-Kontext eine rein interne Angelegenheit des einschlägigen Branchenverbands und seines Mitglieds. Dem Kunden kommt in diesem Verfahren keine Parteistellung zu (Art. 71 Abs. 2 VwVG). Selbst wenn man für das FIDLEG eine Sonderregelung treffen würde, so müsste ein Kunde zunächst ein „erstinstanzliches“ Verfahren vor der Branchenorganisation durchlaufen, bevor sein Fall von der FINMA beurteilt würde. Hinzu kommt, dass den Branchenorganisationen für die Durchführung eines solchen VwVG-Verfahrens die Sachkompetenz fehlt. Im Ergebnis ist weder ein effektiver noch ein effizienter Kundenschutz gewährleistet.

Insgesamt kann man festhalten: Misst man das SRO-Modell „externe Vermögensverwaltung“ für die Frage der Bewilligung und Aufsicht an den Massstäben, die allgemein für die Selbstregulierung gelten, so genügt es diesen Massstäben nicht. Besonders augenfällig ist dies für den Bereich der Untersuchungs- und Sanktionskompetenzen. Diese müssen unter allen erdenklichen Gesichtspunkten bei der FINMA verbleiben.

V. Weitere Punkte

A. Kreis der Beaufsichtigten: Erweiterung des Regulierungskreises?

Dass der Regulierungsfokus bei den „übrigen Finanzdienstleistern“ auf der externen Vermögensverwaltung⁹⁷ liegt, ist an sich richtig. Hier besteht mit Blick auf den Anlegerschutz und die Wettbewerbsfragen – namentlich den Wettbewerb mit den Banken – der offensichtlichste Handlungsbedarf. Trotzdem muss man sich fragen, ob nicht andere Dienstleister regulatorisch stärker eingebunden werden sollten. Dies gilt namentlich für die Anlageberater. Hinzuweisen ist sodann darauf, dass gewisse andere Dienstleister sich aktiv für eine prudentielle Aufsicht ihrer Branche einsetzen, so etwa die Trustees.

Mit Blick auf die Anlageberatung ist zu bedenken, dass auch hier ein Risiko für den Substanzverlust der Kapitalanlage besteht. Dieses wird zwar durch die Tatsache vermindert, dass der Kunde die Anlageentscheidung selbst trifft. Er hat also *a priori* den besseren Überblick über seine Anlagen. Aber auch die Anlagekunden sind dem Risiko der unsachgemässen Beratung ausgesetzt. Hinzu kommt, dass die Grenzen zwischen der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung sich dann als fließend erweisen, wenn der Anlageberater gleichzeitig mit einer Vollmacht ausgestattet ist, die es ihm erlaubt, nach interner Rücksprache mit dem Kunden die Transaktionen jeweils auszulösen. In einem solchen Fall unterscheidet sich die Anlageberatung von der Vermögensverwaltung lediglich noch dadurch, dass der Vermögensverwalter nicht in jedem Fall Rücksprache mit dem Anleger nehmen muss, wenn er eine Anlageentscheidung trifft, sondern er das Mandat im Rahmen des vereinbarten Anlageprofils diskretionär ausführt.⁹⁸

Hält man an der prudentiellen Regulierung der externen Vermögensverwalter fest, so besteht die Gefahr, dass kleinere Vermögensverwalter ihre Beziehung zum Kunden so ausgestalten, dass sie nicht mehr unter die Vermögensverwaltung fallen. Dies

⁹⁷ Zu den Stossrichtungen siehe EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 6 ff.

⁹⁸ Zu den Schwierigkeiten einer Abgrenzung zwischen der Vermögensverwaltung und der Anlageberatung siehe bereits oben S. 88 (Vermögensverwaltung, Anlageberatung, Execution Only-Geschäft).

umso mehr, als viele der externen Vermögensverwalter in einem Alterssegment nahe bei der Pensionierung sind. In solchen Fällen wird es sich anbieten, die treuen Kunden zu behalten und formell in die Sparte der Anlageberatung zu wechseln. Dies aber würde der Zielsetzung des FIDLEG unter dem Gesichtspunkt der Wettbewerbsgleichheit, des Anlegerschutzes und der Vergleichbarkeit mit den EU-Standards⁹⁹ widersprechen.

Auch wird man sich fragen müssen, wie künftig das Zusammenspiel zwischen den unregulierten (externen) Anlageberatern und den Banken aussehen wird. Die Anlageberatung soll zwar künftig auch den Verhaltensregeln unterstellt werden. Aber die Banken werden nicht darauf abstellen können, dass der Kunde ordnungsgemäss beraten wurde. Sie werden also das Geschäft behandeln müssen wie ein Execution Only-Geschäft.

B. Aufsichtsrechtliche Verhaltensregeln ohne laufende Überwachung?

Nach dem bisherigen (keineswegs definitiven) Diskussionsstand wird der Aufsichtskreis nicht auf alle Finanzdienstleister ausgedehnt. So ist aktuell keine Aufsicht über die Anlageberater und Trustees vorgesehen. Möglich ist auch, dass man nicht alle externen Vermögensverwalter einer Bewilligungspflicht unterstellt, sondern dass man anhand einer *de minimis*-Regel gewisse Kleinstunternehmen davon ausnimmt. Die Verhaltens- und Organisationsregeln sollen hingegen nach dem Modell des FIDLEG für sämtliche Finanzdienstleister gelten. Damit stellt sich die Frage, wer für die Überwachung und Durchsetzung der Verhaltens- und Organisationspflichten dieser übrigen Finanzdienstleister zuständig sein soll.

Eine erste Regulierungsvariante könnte darin bestehen, dass die FINMA zuständig bleibt, weil sie die fachkompetente Behörde mit den entsprechenden Ressourcen ist

⁹⁹ Siehe dazu Erwägung 1 MiFID (wachsende Abhängigkeit der Anleger von persönlichen Empfehlungen lässt es als zweckmässig erscheinen, die Anlageberatung als zulassungspflichtige Wertpapierdienstleistung zu betrachten); Art. 4 Abs. 1 Ziff. 4 MiFID (Definition der Anlageberatung als „die Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative der Wertpapierfirma, die sich auf ein oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen.“); Art. 5 Abs. 1 MiFID (Zulassungsvoraussetzungen im Einzelnen). Zur MiFID siehe Fn. 41.

und sie auch die erste Ansprechpartnerin sein wird, wenn es im Finanzsektor Probleme gibt. Der Nachteil dieser Lösung liegt aber auf der Hand: Es wäre eine Regulierungsverantwortung ohne präventive Regulierungskompetenz. Sie birgt ein Reputationsrisiko für die FINMA, weil die Feinheiten einer solchen Regulierungsdifferenzierung der Öffentlichkeit und den (geschädigten) Anlegern nur schwer erklärt werden können. Hinzu kommt, dass die FINMA bei Hinweisen sehr schnell eine aufsichtsrechtliche Untersuchung einleiten muss, weil sie über den Finanzdienstleister keine vorgängigen Informationen hat, ihr insbesondere auch keine aufsichtsrechtlichen Prüfberichte vorliegen und es an einer Prüfgesellschaft fehlt, die als erste Ansprechperson dienen könnte.

Denkbar wäre auch, dass man die Regulierungsverantwortung der FINMA auf den Kreis der Finanzdienstleister beschränkt, die von ihr umfassend beaufsichtigt werden. Für die übrigen Finanzdienstleister wären die Zivilgerichte zuständig. In diese Richtung scheint sich die Diskussion zur Zeit zu bewegen.¹⁰⁰ Für diese Lösung spricht, dass die FINMA nur für das Verhalten und die Organisation von Finanzdienstleistern zuständig ist, die sie kennt und die regelmässig überprüft werden. Negativ fallen hingegen die damit verbundenen Schutzlücken ins Gewicht, denn selbst bei schweren Verstössen wäre die FINMA nicht zuständig und könnte auch nicht für eine Marktbereinigung sorgen, indem sie z.B. ein Berufsverbot ausspricht. Am Ende birgt eine solche Lösung doch ein erhebliches Reputationsrisiko für die FINMA.

Man könnte allerdings – und dies wäre das dritte Szenario – den Umfang der Schutzlücken verringern, indem zwar die Verletzung von Verhaltens- und Organisationspflichten durch die übrigen Finanzdienstleister vor den Zivilgerichten eingeklagt werden muss, die FINMA aber bei schweren Verstössen eine punktuelle Zuständigkeit behält und über entsprechende Sanktionsmöglichkeiten verfügt. Damit würde ein Sicherheitsnetz geschaffen, welches im Bereich des Marktverhaltens mit den Mitteln des Aufsichtsrechts einen gewissen Mindeststandard sicherstellt. Es bleibt aber auch bei dieser Variante dabei, dass keine präventiv wirkende Aufsichtskontrolle besteht. Auch wird man den Begriff des „schweren Verstosses“ näher

¹⁰⁰ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 4.

präzisieren müssen, um rechtsstaatlichen Grundsätzen zu genügen. Möglich wäre, dass man auf die Zahl der potentiell Geschädigten und/oder die potentielle Schadenssumme abstellt. Unstreitig wird man aber der FINMA über die Rechtsfigur des technischen Ermessens einen weiten Spielraum einräumen müssen.

Insgesamt führt das Auseinanderfallen von Verhaltenspflichten und Beaufsichtigung zu einer Situation, die für einen wirkungsvollen Anlegerschutz nicht förderlich ist. Die wenigsten Nachteile sind dabei bei der dritten Regulierungsvariante zu verbuchen. Man kann sich aber auch fragen, ob nicht (doch) die Verhaltensregeln als Kernbereich des Anlegerschutzes es rechtfertigen, dass man den Kreis der von der FINMA beaufsichtigten Finanzintermediäre entsprechend ausweitet. Damit würde erreicht, dass die Kreise „Verhaltenspflichten“ und „Aufsicht“ deckungsgleich sind. Das ist auch die Lösung unter MiFID.

C. Produktdokumentation: Regulierung angesichts eines *moving target*

Dass man die Informationsasymmetrie zwischen den Anlegerinnen und Anlegern und den Anbietern von Finanzprodukten durch eine angemessene Produktinformation reduzieren will, ist kein neues Anliegen der Finanzmarktregulierung. Unklare oder unvollständige Informationen können zum Erwerb von Produkten führen, welche die Anlegerinnen und Anleger nicht verstehen oder die für sie nicht geeignet sind. Damit verbunden sind finanzielle Risiken, entweder in Form von direkten Verlusten oder in Form von Opportunitätskosten aufgrund unangemessener Anlagen, was wiederum das Vertrauen dieser Anlegergruppe in diese Produkte schwächt.¹⁰¹ Dass im Bereich der Produktdokumentation ein Regulierungsbedarf besteht, ist an sich unbestritten. Die regulatorische Herausforderung liegt darin, dass gerade in diesem Bereich die ausländische Rechtsentwicklung sich ständig bewegt, so dass man es aus Sicht der Schweiz mit einem *moving target*, genau genommen sogar mit einem *racing target* zu tun hat.

¹⁰¹ Siehe zu dieser Argumentationslinie etwa EU-KOMMISSION, Mitteilung an das Europäische Parlament und den Rat, Anlageprodukte für Kleinanleger vom 30. April 2009, KOM(2009) 204 endg., 5; EU-KOMMISSION, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte, COM(2012) 352 final, 2.

1. *Kernpunkte*

Zu den Kernpunkten für einen verbesserten Anlegerschutz auf der Ebene „Produktdokumentation“ gehört die grundsätzliche Prospektspflicht für alle Finanzprodukte und die Vorgabe, dass der Prospekt nach einem normierten Schema zu erstellen ist.¹⁰² Damit soll sichergestellt werden, dass die Anlegerinnen und Anleger bei der Wahl des Produkts eine informierte Entscheidung treffen können. Zu den notwendigen Informationen gehören unter anderem solche über den Produzenten und allfällige Garantiegeber sowie die Informationen über das Produkt selbst, einschliesslich der Risiken, die mit seinem Erwerb verbunden sind.¹⁰³

Umfassende Informationen über ein Produkt schaffen Transparenz, aber nur für das Fachpublikum. Will man Privatkundinnen und Privatkunden eine informierte Anlageentscheidung ermöglichen, so muss dafür eine andere Informationsbasis geschaffen werden. Vorgesehen ist die Pflicht der Produzenten zur Erstellung eines Dokuments, das in verständlicher Sprache die wesentlichen Eigenschaften des Produkts erläutert. Orientieren wird man sich dafür an den „Wesentlichen Informationen für Anlegerinnen und Anleger“ (Key Investor Document, KID), wie sie bereits im KAG verankert sind.¹⁰⁴

2. *Vorreiterrolle des KAG*

Bereits im FINMA-Positionspapier 2012 wurde klargestellt, dass in denjenigen Bereichen, in denen bereits eine umfassende Prospektregulierung besteht, keine Neuregulierung erfolgen soll.¹⁰⁵ Das gilt insbesondere für das KAG, dessen Revisi-

¹⁰² FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 9. EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 11 f.

¹⁰³ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 12.

¹⁰⁴ Siehe insb. der Titel des 2. Abschnitts vor Art. 75 KAG sowie z.B. Art. 76 Abs. 1 und 2 KAG. Für einen Praxisbericht zum KID siehe DIMITRI SENIK/SIMON BANDI/YAEL FRIES, Erste Praxiserfahrungen mit den KIID-Richtlinien. Die Tücken einer Vereinfachung, ST 2012, 551-555; EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 13.

¹⁰⁵ FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 9. Zu den Ausnahmen von der Prospektspflicht siehe zudem EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 12.

on gerade abgeschlossen wurde.¹⁰⁶ Für die kollektiven Kapitalanlagen wird es also keine neue Prospektpflicht und auch keine neuen KIDs geben.

Damit ist ein bedeutsamer Teil der Produkteregulierung bereits abgedeckt, es geht „nur“ noch darum, die verbleibenden Schutzlücken zu füllen. Bei der generellen Prospektpflicht stehen die übrigen Effekten, unter anderem Aktien, Anleihen und strukturierte Produkte, im Vordergrund.¹⁰⁷ Die Prospektpflicht gilt ebenfalls für börsenkotierte Aktien oder Anleihen. Im Bereich der Folgepublizität hingegen werden die geltenden Vorschriften für börsenkotierte Aktien und Anleihen als ausreichend erachtet.¹⁰⁸

Auch beim Key Investor Document ist aufgrund der Einführung im KAG bereits ein erster und wesentlicher Regulierungsschritt getan.¹⁰⁹ Denn eine KID-Pflicht soll nur bei zusammengesetzten bzw. komplexen Finanzprodukten und nicht etwa für alle Produkte mit genereller Prospektpflicht bestehen.¹¹⁰ Erwähnt werden in den Vorarbeiten regelmässig die strukturierten Produkte und die Versicherungsprodukte mit Anlagecharakter (z.B. die fondsgebundenen Lebensversicherungen).¹¹¹

¹⁰⁶ KAG-Teilrevision, BBl 2012, 8215-8236 (Teilrevision in Kraft getreten am 1. März 2013, AS 2013, 604).

¹⁰⁷ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 11, 13.

¹⁰⁸ EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 11.

¹⁰⁹ Im Rahmen der KAG-Revision 2013 wurde das KID auf Gesetzesstufe verankert. Auf Verordnungsebene erfolgte die Regelung bereits im Rahmen der Teilrevision der KKV im Jahr 2011, welche in Anpassung an die UCITS-Richtlinie (UCITS IV, EUROPÄISCHE UNION, Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. Nr. L 302/32 vom 17. November 2009) erfolgte. Siehe dazu KKV, Anhang 3, in Kraft seit 15. Juli 2011, AS 2011, 3177. Zum europäischen Hintergrund der KKV-Revision siehe auch BBl 2012, 3676.

¹¹⁰ Gemäss EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 4, gelten Finanzprodukte als komplex, wenn ihre Weiterentwicklung nicht ausschliesslich von der Bonität und Ertragskraft des Emittenten abhängig ist. Darunter fallen insbesondere alle zusammengesetzten Produkte, d.h. Produkte die aus mehreren Bausteinen bestehen. Siehe dazu auch das FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 10, dieses verwendete noch ausschliesslich den Begriff der zusammengesetzten Produkte und verstand darunter Produkte, die sich aus verschiedenen Bausteinen zusammensetzen.

¹¹¹ Siehe etwa EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 4; FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 10.

3. *KID und PRIIP-KID*

Obwohl es in der Schweiz bei der Produktregulierung „nur“ um den Bereich geht, der nicht bereits vom KAG umfassend geregelt wird, ist gerade im Bereich der besonderen Informationen für Privatkundinnen und Privatkunden mit grösseren Anpassungen zu rechnen. Dies umso mehr, als die Regulierung in Europa nicht stillsteht.

a) KID

Sowohl im FINMA-Positionspapier 2012 als auch im EFD-Hearingbericht wird darauf hingewiesen, dass man sich für das KID für komplexe Finanzprodukte am KID gemäss KAG (bzw. gemäss UCITS IV) orientieren will.¹¹² Bei den strukturierten Produkten würde das KID mithin den vereinfachten Prospekt ersetzen, den es im revidierten KAG immer noch gibt.¹¹³ Tatsächlich unterscheidet sich das KID noch massgeblich vom vereinfachten Prospekt: Beim KID bestehen enge Vorgaben bezüglich der Sprache (klar und verständlich), bezüglich der optischen Darstellung (Schriftgrösse, Farben und Schattierungen, etc.), bezüglich der Länge (im Regelfall zwei Seiten) und bezüglich des Inhalts. Letzterer muss vorgegebene Themenbereiche behandeln, namentlich die Anlageziele und Anlagepolitik, das Risiko- und Ertragsprofil, die Kosten, die bisherige Wertentwicklung und die praktischen Informationen. Zu den genannten Bereichen bestehen wiederum inhaltliche Leitplanken.¹¹⁴

¹¹² FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln 2012 (Fn. 2), 10; EFD-Hearingbericht FIDLEG (Fn. 4), 13.

¹¹³ Art. 5 Abs. 1 lit. b KAG (strukturierte Produkte), Art. 76 Abs. 1 KAG (Immobilienfonds). Nach wie vor keinen vereinfachten Prospekt und kein KID müssen für die übrigen Fonds für alternative Anlagen erstellt werden.

¹¹⁴ Für Details siehe Art. 78-82 UCITS IV (Fn. 109) sowie EUROPÄISCHE UNION, Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die wesentlichen Informationen für Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die wesentlichen Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen Datenträger als Papier oder auf einer Website zur Verfügung gestellt werden, ABL L 176/1 vom 10. Juli 2010.

b) PRIP-KID

Gleichzeitig bahnt sich in Europa bereits die nächste Entwicklung an. Seit 2007 sind Arbeiten zu einer Verordnung über Basisinformationsblätter im Gange.¹¹⁵ Sie begannen im Anschluss an die Aufforderung des ECOFIN-Rates an die EU-Kommission im Mai 2007,¹¹⁶ die Übereinstimmung von EU-Rechtsvorschriften für verschiedene Arten von Kleinanlegerprodukten zu prüfen. Im April 2009 veröffentlichte die Kommission ihre Mitteilung mit dem Titel „Anlageprodukte für Kleinanleger“.¹¹⁷ Sie schlug darin vor, ein Informationsregime für Kleinanleger¹¹⁸ zu schaffen, das unabhängig von der Rechtsform und von den Vertriebspraktiken des Anlageproduktes besteht.¹¹⁹ Das bisherige „Flickwerk aus sektoralen Vorschriften“ sollte durch einen „horizontalen“ Ansatz ersetzt werden, der jeweils die Produkteinformation und den Vertrieb für alle Produkte regelt, die sich an Kleinanleger richten.¹²⁰ Die Verordnung über die Basisinformationsblätter betrifft den hier interessierenden

¹¹⁵ Siehe dazu allgemein: AUSSCHUSS BANK- UND KAPITALMARKTRECHT DES DEUTSCHEN ANWALTVEREINS, Stellungnahme zum Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte KOM(2012) 352 endg., NZG 2013, 50, 51; JOCHEN SEITZ/ADRIAN JUHNKE/SVEN SEIBOLD, PIBs, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs-Initiative, BKR 2013, 1, 2.

¹¹⁶ RAT DER EUROPÄISCHEN UNION, Mitteilung an die Presse 9171/07 von der 2798. Tagung des Rates Wirtschaft und Finanzen, Brüssel, den 8. Mai 2007. Siehe auch EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101), 3.

¹¹⁷ EU-KOMMISSION, KOM(2009) 204 endg. (Fn. 101). Für den Begriff des Kleinanlegers verweist der Kommissionsvorschlag in Art. 4 lit. c E-Verordnung, EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101) auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 12 MiFID: Kleinanleger ist ein Kunde, der kein professioneller Kunde ist. Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 MiFID verweist auf den Anhang II der MiFID: „Der professionelle Kunde ist ein Kunde, der über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügt, um seine Anlageentscheidungen selbst treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Um als professioneller Kunde angesehen zu werden, muss ein Kunde folgenden Kriterien genügen [... Hinweis auf Versicherungen, Wertpapierfirmen, Firmen mit mehr als 20 Millionen Euro Bilanzsumme, etc.].“ Zur MiFID siehe Fn. 41.

¹¹⁸ Die Kommission verweist für den Begriff auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 12 der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID, Fn. 41) und auf den Kundenbegriff in der Richtlinie 2002/92/EG (EUROPÄISCHE UNION, Richtlinie 2002/92/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 9. Dezember 2002 über Versicherungsvermittlung, ABl. L 9/3 vom 15. Januar 2003). Siehe Art. 4 lit. c E-Verordnung, EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101).

¹¹⁹ EU-KOMMISSION, KOM(2009) 204 endg. (Fn. 101), 2.

¹²⁰ EU-KOMMISSION, KOM(2009) 204 endg. (Fn. 101), 10.

Bereich der Produktdokumentation.¹²¹ Die Vertriebsregulierung soll Bestandteil einer separaten Legislativinitiative bilden.¹²²

Den Vorschlag für die Verordnung hat die Kommission am 3. Juli 2012 publiziert.¹²³ Darin will die Kommission das bisherige KID-Regime der UCITS IV durch ein Informationsregime ersetzen, das neben den bisherigen KID-Produkten alle anderen sogenannten „verpackten Anlageprodukte“ (Packaged Retail Investment Products, PRIP) erfasst.¹²⁴ Im Unterschied zu einem Vermögenswert wie einer Aktie oder einer Anleihe, die der Anleger direkt erwirbt und besitzt, werden bei den verpackten Anlageprodukten Vermögenswerte kombiniert bzw. ummantelt, so dass der Anleger den Vermögenswert nicht mehr direkt, sondern indirekt besitzt.¹²⁵ Die genauere Begriffsumschreibung ist, wie häufig im Richtlinienrecht, nicht besonders kundenfreundlich.¹²⁶

Konkret geht es um Produkte wie geschlossene oder offene Investmentfonds einschliesslich UCITS, sämtliche strukturierten Produkte, Versicherungsprodukte mit einem Anlageelement (z.B. fondsgebundene Lebensversicherungen) und derivative Finanzprodukte. Nicht darunter fallen hingegen bislang unter anderem die reinen Aktien und Anleihen, die zinsabhängigen (Bank-)Einlagen, die klassischen Versicherungsprodukte (z.B. Haftpflichtversicherungen) oder andere Produkte, deren Rendite im Voraus für die gesamte Laufzeit des Produkts festgelegt ist.¹²⁷ Allerdings sind hier bereits wieder neue Entwicklungen im Gange. So hat sich die französische EU-Abgeordnete Pervenche Berès dafür ausgesprochen, dass sich das Basisinformationsblatt auf alle Spar- und Anlageprodukte erstrecken sollte.¹²⁸ Jedenfalls aber

¹²¹ Hinweis: Die Einführung des KID im Rahmen von UCITS IV war damals noch nicht abgeschlossen, die Richtlinie wurde zwei Monate später verabschiedet (Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009).

¹²² EU-KOMMISSION, KOM(2009) 204 endg. (Fn. 101), 10.

¹²³ EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101).

¹²⁴ Siehe dazu auch LUC THÉVENOZ, Une meilleure information des investisseurs privés, SZW 2011, 271, 274.

¹²⁵ EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101), 8 sowie Erw. 6.

¹²⁶ Art. 4 lit. a E-Verordnung, EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101): „Anlageprodukt ist eine Anlage, bei der unabhängig von der Rechtsform der Anlage der dem Anleger rückzuzahlende Betrag von Schwankungen von Referenzwerten oder Fluktuationen bei der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt vom Anleger erworben werden, abhängig ist.“

¹²⁷ Siehe EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101), 8 sowie Erw. 7.

¹²⁸ Siehe dazu EUROPÄISCHES PARLAMENT, Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON), Sitzung vom 21. Januar 2013, <www.europarl.europa.eu>, Die parlamentarischen Ausschüsse, ECON/Sitzungsdoku-

zeigt sich, dass die bestehenden KID-Produkte unter die verpackten Anlageprodukte fallen. Sie sollen während fünf Jahren ab Inkrafttreten der Verordnung die bisherige Produktdokumentation verwenden können.¹²⁹

Anhand des PRIP-KID sollen Anlageprodukte insgesamt vergleichbar werden, insbesondere auch bei unterschiedlichen Produktkategorien. Das Ziel ist mithin, dass die Anlegerinnen und Anleger z.B. einen Fonds mit einer Versicherungspolice vergleichen können.¹³⁰ Vom Konzept und von den effektiven Inhalten her will man sich am UCITS-Konzept des Key Investor Document/KID orientieren.¹³¹ Bei der Art der Kommunikation wählt das PRIP-KID aber doch eine andere Herangehensweise als das KID. Das KID arbeitet mit abstrakten Themengebieten, das PRIP-KID muss nach einem Fragenkatalog erstellt werden:

mente, 18.02.2013, Minutes of the meeting of: 21-22 January 2013, 3 sowie EUROPÄISCHES PARLAMENT, ECON, Entwurf eines Berichts über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte (COM(2012)0352 – C7-0179/2012 – 2012/0169(COD)), <www.europarl.europa.eu>, Die parlamentarischen Ausschüsse, ECON /Sitzungsdokumente, 21.01.2013, (P.Beres) Key information documents for investment products, 51. Denselben Standpunkt vertritt die Österreichische Bundesarbeitskammer in ihrer Stellungnahme vom November 2012 (AK Positionspapier, Stellungnahme zum Verordnungsvorschlag zu Basisinformationsblättern für Anlageprodukte, <www.akeuropa.eu>, Konsumenten, Publikationen, 4).

¹²⁹ Art. 24 E-Verordnung, EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101).

¹³⁰ ARAMENDIA DE MANUEL, Will the PRIPs' KID live up to its promise to protect investors?, ECMI Commentary No. 33/July 2012, <www.ceps.eu>, 2.

¹³¹ EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101), 9.

KID gemäss UCITS IV ¹³²		PRIP-KID gemäss Vorschlag Kommission	
1.	Identität des OGAW (UCITS)	1.	Name des Anlageprodukts und Identität des Anlageproduktanbieters
2.	Ziele und Anlagepolitik	2.	Um welche Art von Anlage handelt es sich?
3.	Risiko und Ertragsprofil	3.	Könnte ich Geld verlieren?
4.	Kosten	4.	Wozu ist es gedacht?
5.	Frühere Wertentwicklung	5.	Welche Risiken bestehen und was könnte ich zurückbekommen?
6.	Praktische Informationen und Querverweise	6.	Welche Kosten entstehen?
		7.	Wie hat sich das Produkt bisher entwickelt?
		8.	Für Altersvorsorgeprodukte: Was könnte ich bekommen, wenn ich in den Ruhestand gehe?

Im Sinne eines Exkurses sei angefügt, dass der Verordnungsvorschlag auch Bestimmungen zum Haftungsregime für die Produkteinformation enthält, namentlich in

¹³² Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 (Fn. 109), Art. 78 Abs. 3 lit. a – e, konkretisiert durch die Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1. Juli 2010 (Fn. 114), Kapitel III, Abschnitte 1 – 6, Art. 7 – 24.

Form einer Beweislastregel: Der Produkthanbieter hat nachzuweisen, dass er die Verordnung eingehalten hat, falls der Kleinanleger Beschwerde einlegt.¹³³ Weiter werden auch Massnahmen zur Verbesserung der Effektivität des Beschwerdeverfahrens vorgesehen.¹³⁴

4. *Konsequenzen für die Schweiz*

In der Schweiz hat die UCITS IV zur Einführung des Key Investor Document im Recht der kollektiven Kapitalanlagen geführt. Nach den bisherigen Überlegungen zum Finanzdienstleistungsgesetz sollen diese Dokumentationsregeln im KAG belassen und auch nicht verändert werden. Das FIDLEG will lediglich die Schutzlücken füllen, indem es die besonderen, auf Privatanlegerinnen und Privatanleger zugeschnittenen Informationen auf andere Produkte ausdehnt. Dabei will man sich am KID, wie es im KAG oder eben in der UCITS IV geregelt ist, orientieren.

In Europa gehen demgegenüber die Bestrebungen dahin, das KID durch das PRIP-KID zu ersetzen. Offen sind die genauen Modalitäten. Erwogen wird neben einer Verlängerung der Übergangsfrist, dass man das KID-Informationsregime gänzlich aus der UCITS IV herausnimmt und in die neue Verordnung verlagert, oder dass man in der UCITS IV die Gleichwertigkeit von KID und PRIP-KID festhält, gleichzeitig aber beim KID die notwendigen Anpassungen vornimmt.¹³⁵ Wie man es auch dreht und wendet: Es wird beim KID zu Veränderungen kommen.¹³⁶ Denn das PRIP-KID ist nicht nur eine Anpassung des KID an das Informationsbedürfnis, das beispielsweise bei strukturierten Produkten etwas anders ist als bei einem Anlagefonds. Es geht auch um eine andere Art der Information, die jedenfalls in ihrer Zielsetzung noch näher am Informationsbedürfnis von Privatanlegerinnen und Privatanlegern liegt.

¹³³ Art. 11 Ziff. 2 E-Verordnung, EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101).

¹³⁴ Art. 14-17 E-Verordnung, EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101).

¹³⁵ EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101), 11 f.

¹³⁶ Klarer noch in dieser Beziehung EU-KOMMISSION, COM(2012) 352 final (Fn. 101), 21, Erw. 28: „Falls dieser Übergangszeitraum nicht verlängert wird, würden sie [die OGAW/UCITS] nach diesem Zeitraum der vorliegenden Verordnung unterliegen.“

In der Schweiz wird man diese Entwicklungen genau im Auge behalten, nicht nur aus Anlegerschutzgründen, sondern auch aus Wettbewerbsgründen. Es wird eine grössere legislatorische Herausforderung sein, die Eckpfeiler für die Produkteinformation einzuschlagen, ohne gleichzeitig die Flexibilität für eine Anpassung an die europäischen Rahmenbedingungen zu verlieren. In zeitlicher Hinsicht ist auf europäischer Ebene mit einem endgültigen Verordnungsvorschlag nicht vor Ende 2014 zu rechnen.¹³⁷ Das FIDLEG dürfte sich dann bereits in fortgeschrittenem Stadium befinden. Insgesamt wird man auch hier das FIDLEG so ausgestalten müssen, dass eine dynamische Rechtsanpassung möglich ist. Das bedeutet aber auch eine Verlagerung der Regulierungskompetenz vom Parlament an den Bundesrat und an die FINMA.

VI. Schlussbemerkungen

Dass in der Schweiz der Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung und der Anlageberatung einer aufsichtsrechtlichen Stärkung bedarf, ist heute unbestritten. Auch die Notwendigkeit eines Finanzdienstleistungsgesetzes wird nicht grundsätzlich in Frage gestellt. Dessen inhaltliche Ausgestaltung wird hingegen absehbar zu hitzigen Diskussionen führen. Das gilt insbesondere für die Frage nach der Rolle der Selbstregulierung im Bereich der externen Vermögensverwaltung. Tatsächlich sind mit der Forderung nach einer aufsichtsrechtlichen Unterstellung dieses Finanzdienstleistungssegments grundlegende Fragen verbunden, die zu einer massgeblichen Umgestaltung der bisherigen Strukturen führen könnten. In einem weiteren Schritt wird aber auch die Frage nach dem Verhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Privatrecht zu klären sein, denn die vorgesehenen Verhaltensregeln weisen einen weiten Überschneidungsbereich mit dem geltenden Privatrecht auf. Während die Frage nach der künftigen Rolle der Selbstregulierungsorganisationen bereits heute die verschiedenen Interessengruppen auf den Plan ruft, wird die Frage nach dem Verhältnis zwischen den verschiedenen Teilrechtsordnungen vor allem die Rechtswissenschaft beschäftigen. Hier ist die Entwicklung einer Koordinationsdogmatik ge-

¹³⁷ EU-KOMMISSION, Key Information Documents (KIDs) for packaged retail investment products – Frequently asked questions, Memo/12/514 vom 3. Juli 2012, 6.

fragt, welche klärt, wann eine inhaltliche Parallelität der Inhalte und wann eine Differenzierung gefordert ist. Sowohl für die Politik als auch für die Rechtswissenschaft gilt: Die Zukunft bleibt spannend!