

Dr. Franca Contratto

## **FINMA-Vertriebsbericht 2010: Ein Hoffnungsschimmer am Horizont für die Anleger**

---

In der Schweiz kamen zahlreiche Anleger durch die Skandale «Lehman» und «Madoff» zu Schaden. Vor diesem Hintergrund hat die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) im November 2010 ein umfassendes Reformpaket zur Verbesserung des Anlegerschutzes beim Vertrieb von Finanzprodukten vorgelegt. Die im «FINMA-Vertriebsbericht 2010» propagierten Massnahmen sind in weiten Teilen überzeugend. In einzelnen Problembereichen bleiben die Reformen jedoch hinter den Erwartungen zurück. Hier gilt es, alternative Regulierungsoptionen zu entwickeln, wozu dieser Beitrag erste Ansätze entwickelt.

---

Rechtsgebiet(e): Wissenschaftliche Beiträge; Beziehung Bank - Kunde; Kapitalmarktrecht

Zitiervorschlag: Franca Contratto, FINMA-Vertriebsbericht 2010: Ein Hoffnungsschimmer am Horizont für die Anleger, in: Jusletter 2. Mai 2011

## Inhaltsübersicht

- I. Ritter in strahlender Rüstung oder gefürchtetes Monster?
  - II. Die Reformpläne im Überblick
    1. Hintergrund, Ziele und internationaler Kontext der Reform
    2. Regulatorisches «6-Punkte-Programm»
  - III. Kritische Evaluation der Kernpunkte
    1. Einheitliche, produktneutrale Prospekt- und Informationspflichten
      - 1.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA
      - 1.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen
      - 1.3 Durchsetzungsmechanismen: Stichprobenweise «ex-post» Kontrollen und Prospekthaftung
    2. Harmonisierte Kundensegmentierung
      - 2.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA
      - 2.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen
    3. Verschärfte Verhaltensregeln am Point of Sale
      - 3.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA
      - 3.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen
      - 3.3 Überwachung durch Mystery Shopping
    4. Registrierungspflicht für externe Vermögensverwalter und Anlageberater
      - 4.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA
      - 4.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen
    5. Massnahmen zur vereinfachten Streiterledigung
      - 5.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA
      - 5.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen
    6. Regulierung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Finanzprodukten
      - 6.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA
      - 6.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen
  - IV. Fazit
- Literaturverzeichnis

## I. Ritter in strahlender Rüstung oder gefürchtetes Monster?

[Rz 1] Am 10. November 2010 wurde der mit Spannung erwartete «Vertriebsbericht 2010» der FINMA publiziert.<sup>1</sup> Der Bericht skizziert die Grundzüge eines umfassenden Reformpakets zur Verbesserung des Kundenschutzes beim Vertrieb von Finanzprodukten und dient als Grundlage einer breit angelegten, öffentlichen Anhörung.<sup>2</sup> Dem FINMA-Vertriebsbericht kommt in mehrfacher Hinsicht *Signalwirkung* zu: Je nach Interessenlage ist daher mit unterschiedlichsten Reaktionen zu rechnen:

[Rz 2] Den *Entscheidsträgern in Politik und Verwaltung* führt der Bericht klar vor Augen, dass eine tiefgreifende Re-Regulierung<sup>3</sup> des Anlageberatungs- und

Vermögensverwaltungsgeschäfts in der Schweiz unumgänglich geworden ist; zu niederschmetternd ist das Fazit, das die FINMA im Anschluss an die Evaluierung der geltenden Regulierung mit Blick auf den Anlegerschutz ziehen muss.<sup>4</sup> Die Reform will einen Beitrag zur politischen Bewältigung der durch die Schadenfälle «Lehman» und «Madoff» entstandenen Vertrauenskrise leisten; denn zur Wiederherstellung der Reputation des Finanzplatzes und seiner Akteure sind klare Bekenntnisse zum Kundenschutz auf politischer Ebene erforderlich.<sup>5</sup>

[Rz 3] Vertreterinnen und Vertreter der *Wissenschaft* werden mit Genugtuung feststellen, dass der Bericht – wenn auch zum Teil nur implizit oder in abgewandelter Form – eine Vielzahl von Postulaten *de lege ferenda* aufgreift, welche über die Jahre in der Doktrin entwickelt worden sind.<sup>6</sup> Die grosse

---

zeigen, dass sich die Phasen von Regulierung, De-Regulierung und Re-Regulierung gleich einer drehenden Spirale immer rascher abwechseln. Vgl. hierzu grundlegend: SABINE KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Habil. Zürich 2005, St. Gallen 2007, N 28; JEAN-BAPTISTE ZUFFEREVY, La réglementation des systèmes sur les marchés financiers secondaires, Contribution dogmatique et comparative à l'élaboration d'un droit des marchés financiers, Habil. Freiburg i.Ue. 1993, AISUF Bd. 130, Freiburg i.Ue. 1994, 491.

<sup>4</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 26-38.

<sup>5</sup> Gemäss FINMA-Vertriebsbericht, 7, soll die Umsetzung der im Bericht vorgeschlagenen Handlungsoptionen «einen positiven Beitrag zum Kunden- und Reputationsschutz leisten».

<sup>6</sup> Siehe hierzu (in alphabetischer Reihenfolge) die Postulate *de lege ferenda* bei BÜRGI WOLFHART F./NORDMANN-ZIMMERMANN URSULA, Kommentar zu Art. 752 OR in: Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar), Bd. V: Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft, Teilband b/3: Art. 739-771 OR, Zürich 1979, Art. 752 N 22 (Forderung nach der Einführung einer einheitlichen Prospektspflicht und einer einheitlichen Prospekthaftungsnorm); CHRISTIAN A. CAMENZIND, Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes, Diss. Zürich 1989, SSHW Bd. 121 57 ff., 70 f., 141 (thematisiert insbesondere die Reformbedürftigkeit der Vorschriften zur Prospektspflicht); FRANCA CONTRATTO, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im Schweizerischen Recht, Diss. Freiburg i.Ue. 2006, AISUF Bd. Nr. 251, 248 ff., 269 ff., 321 ff., 398 ff. (behandelt Prospektspflicht, Prospekthaftung sowie Aufklärungspflichten bei strukturierten Produkten und Warrants und propagiert in diesem Kontext diverse Vorschläge *de lege ferenda* zur Verbesserung der Anlegerinformation); DANIEL DAENIKER, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich 1992, SSHW Bd. 142, Zürich 1992 (thematisiert insbesondere die Reformbedürftigkeit der Vorschriften zur Prospektspflicht); KINGA M. KONDOROSY, Die Prospekthaftung im internationalen Privatrecht, unter Berücksichtigung des US-amerikanischen, englischen und deutschen Rechts, Diss. Zürich 1998, SSHW, Bd. 190, Zürich 1999, 146, 161 f., 295 (setzt sich insbesondere mit Inkohärenzen im Bereich der Prospekthaftung auseinander); KILGUS, passim (FN 3; behandelt die Anforderungen an die Wirksamkeit von Regulierungsmassnahmen im Finanzmarktrecht); MATTHIAS KUSTER, Zum Begriff der Öffentlichkeit und Gewerbmässigkeit im Kapitalmarktrecht (OR, BankG, BEHG und AFG), SZW 1997, 10 ff., 17 (zum Schlüsselbegriff der «öffentlichen Werbung» bzw. des «öffentlichen Angebots»); BENEDIKT MAURENBRECHER/STEFAN WALLER, Prospekthaftung und strukturierte Produkte, Kapitalmarkttransaktionen IV, Europa Institut Zürich, Bd. 98, Zürich 2009, 55 ff. (behandeln Inkohärenzen im Bereich der Prospekthaftung); ANDREAS ROHR, Grundzüge des Emis-sionsrechts, Zürich 1990, 233, 457 ff.; ROLF WATTER, Investorenschutz im

<sup>1</sup> FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen, Oktober 2010 (nachfolgend: FINMA-Vertriebsbericht).

<sup>2</sup> Interessierte Kreise sind zur Stellungnahme bis 2. Mai 2011 eingeladen. Angesichts der Tatsache, dass grosse Teile der Wertschöpfungskette auf dem Finanzplatz Schweiz von der Reform betroffen sind, ist mit einer grossen Zahl von Diskussionsbeiträgen zu rechnen. Es ist davon auszugehen, dass diese Stellungnahmen wie bei früheren öffentlichen Anhörungen auf der Webseite der FINMA öffentlich zugänglich sein werden.

<sup>3</sup> Dieser Begriff steht für die Neu-Regulierung eines Sachverhaltes, welcher bereits früher Gegenstand einer regulierenden Intervention bildete. Re-Regulierung folgt oftmals im Nachgang zu Krisen oder grossen Schadenfällen, wobei empirische Beobachtungen zum Bank- und Finanzmarktrecht

Herausforderung besteht angesichts der Fülle und Diversität der zu lösenden Rechtsfragen darin, ein inhaltlich und konzeptionell kohärentes Reformpaket zu formulieren, welches sich harmonisch in die bestehende Rechtsordnung einfügt. Gerade aus diesem Grund will der FINMA-Vertriebsbericht insbesondere auch Vertreter der Wissenschaft dazu animieren, sich in Form von vertieften Analysen an diesem Diskurs zu beteiligen.<sup>7</sup>

[Rz 4] Zumindest in einem Teil der *Finanzdienstleistungsindustrie* dürfte der Bericht böse Erinnerungen an das «MiFID-Monster»<sup>8</sup> als Inbegriff eines bürokratischen Schreckgespenstes aus Brüssel wecken. Wengleich sich das Reformpaket aus Bern vergleichsweise moderat ausnimmt und die von der FINMA vorgeschlagenen Anpassungen zum Teil deutlich hinter den Standards von MiFID<sup>9</sup> zurückbleiben, lassen sich der Tagespresse erste kritische Reaktionen der Industrie bzw. der entsprechenden Verbände entnehmen.<sup>10</sup> Primär in der Kritik stehen allerdings nicht jene Reformen, welche sich an einschlägigen Standards der EU orientieren, wie namentlich etwa die Einführung einer produktneutralen Prospektpflicht (unten, Ziff. III. 1.) oder die Verschärfung der Verhaltensregeln gegenüber Kunden (unten, Ziff. III. 3.). Als besonders kontrovers erweist sich vielmehr die Ankündigung der FINMA, in Zukunft moderne Aufsichtsinstrumente wie namentlich etwa das sog. «*Mystery Shopping*» einzusetzen (unten, Ziff. III. 3, 3.3.).

[Rz 5] Im *Anlegerpublikum* will der FINMA-Vertriebsbericht vertrauensbildende Wirkungen entfalten. Es besteht allerdings die latente Gefahr, dass grosse – wenn nicht sogar überzogene – Erwartungen geschürt werden, die das Reformpaket kaum zu erfüllen vermag. Ob die von der FINMA

skizzierten Reformvorschläge punkto Verbesserung des Anlegerschutzes einen Quantensprung darstellen, oder ob es für die Anleger beim heutigen Hoffnungsschimmer am Horizont bleiben wird, liegt letztlich in den Händen der politischen Entscheidungsträger.

[Rz 6] Vor diesem Hintergrund möchte der vorliegende Beitrag die *Chancen und Risiken* des von der FINMA entworfenen Reformprogramms kritisch evaluieren und – wo erforderlich – alternative Regulierungsoptionen skizzieren.

## II. Die Reformpläne im Überblick

### 1. Hintergrund, Ziele und internationaler Kontext der Reform

[Rz 7] Der FINMA-Vertriebsbericht beruht auf den Ergebnissen einer in den Monaten März bis Oktober 2010 durchgeführten, sektorübergreifenden<sup>11</sup> Überprüfung der Produkt-, Verhaltens- und Vertriebsregulierung.<sup>12</sup> Das von der FINMA initiierte Projekt ist zunächst als Reaktion auf die ernüchternden Erkenntnisse aus der systematischen Aufarbeitung der Schadenfälle «*Lehman Brothers*» und «*Madoff*» zu verstehen.<sup>13</sup> Es stellt jedoch gleichzeitig auch einen entscheidenden Schritt zur Verwirklichung der strategischen Ziele 2010 – 2012 der FINMA dar, in deren Zentrum die *Stärkung des Kundenschutzes* steht (Art. 5 FINMAG).<sup>14</sup>

Kapitalmarktrecht, AJP 1997, 269 ff., 281; DIETER ZOBL/RETO ARPAGAU, Aktuelle Probleme des Primärmarktes, SZW 1995, 244 ff., 245, 253, 258 (äussern sich zu Defiziten im Bereich von Prospektpflicht und -haftung); DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 1131, N 1141 (kritisieren insbesondere die mangelhaften Anspruchsgrundlagen der Prospekthaftung bei Kotierungsprospekten).

<sup>7</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 8.

<sup>8</sup> Diese Metapher hat sich mittlerweile schon fast im Sinne einer feststehenden Wendung etabliert, wie sich etwa bei einer Abfrage auf der Suchmaschine Google deutlich zeigt. Statt Vieler siehe etwa BERND WEBER, Das «MiFID-Monster» muss noch gebändigt werden, in: Börsen-Zeitung vom 28. Februar 2006, Nr. 41, 8; CHRIS SKINNER, The MiFID monster, Finextra Comment, 3. Februar 2006; TIM STEELE, The Mifid monster looms large, efinancialnews vom 25. Juli 2005.

<sup>9</sup> Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 vom 30. April 2004, 1–44.

<sup>10</sup> Siehe hierzu etwa die Reaktionen der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) und des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte (SVSP) in: ROBERT MAYER, Höchst umstrittener Einsatz von verdeckten Ermittlern gegen Banken, Tages-Anzeiger online, 28.12.2010; sowie auf Reuters.com vom 12. November 2010, Derivate – Schweizer Branche wehrt sich gegen Regulierung.

<sup>11</sup> Dieser sektorübergreifende Ansatz ist deshalb besonders wichtig, weil die Regulierungsarchitektur nach wie vor auf sektorspezifischen Finanzmarktgesetzen wie etwa dem BankG für Banken, dem BEHG für Effekthändler oder dem VAG für Versicherungsunternehmen beruht. Andernfalls droht die Gefahr divergierender, ja wettbewerbsverzerrender Regulierung für ökonomisch vergleichbare Produkte bzw. Vertriebstätigkeiten.

<sup>12</sup> Zu den Zielen, dem Gegenstand und dem konkreten Vorgehen im Projekt «Vertriebsregeln» siehe FINMA-Vertriebsbericht, 17 ff.

<sup>13</sup> Im Rahmen dieser Untersuchung kam die FINMA zum Ergebnis, es seien zwar keine systematischen Verletzungen geltender aufsichtsrechtlicher Standards festgestellt worden, doch biete das geltende Recht insbesondere Retailkunden beim Vertrieb von Finanzprodukten keinen ausreichenden Schutz. Vgl. hierzu den entsprechenden FINMA-Untersuchungsbericht («Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft», März 2010, insbes. 18 ff.). Im Unterschied zum Betrugsfall «Madoff», von welchem fast ausschliesslich die als High Net Worth Individuals («HNWI's») bezeichneten, vermögenden Privatpersonen betroffen waren, schlug der Schadenfall «Lehman» in der Schweiz hohe Wellen: Eine grosse Zahl von Retailanlegern war ausgerechnet durch den Erwerb von strukturierten Produkten mit Kapitalschutz, die gemeinhin als besonders sichere Anlagekategorie wahrgenommen worden waren, zu Schaden gekommen. Nach Schätzungen des Tages-Anzeigers (Online-Ausgabe vom 18. Juli 2010) soll allein die Credit Suisse-Group rund 4000 Betroffene mit insgesamt 150 Millionen Franken aussergerichtlich entschädigt haben.

<sup>14</sup> Im September 2009 wurden die vom Verwaltungsrat der FINMA definierten, strategischen Ziele der FINMA (nachfolgend: FINMA-Strategische Ziele) vom Bundesrat genehmigt. Im vorliegenden Kontext besonders erhellend ist folgende Passage (Strategische Ziele, 4): «Der Verwaltungsrat der FINMA hat in sieben übergeordneten strategischen Zielen die

[Rz 8] Im Zentrum der Analyse stand die Effektivität der heutigen Regulierung für den Schutz der «Privatanleger», d.h. für die «meist in durchschnittlichen Einkommens- und Vermögensverhältnissen lebende[n] Kunden, welche übliche, nicht besonders ausgeprägte finanzmarktrelevante Kenntnisse aufweisen».<sup>15</sup> Gegenstand der Untersuchung bildete zudem die Frage, wie weit die geltende Regulierung dem Prinzip der Produktneutralität (same business – same risk – same rules) und damit dem Ziel der *Wettbewerbsneutralität* (Art. 7 Abs. 2 lit. b FINMAG) gerecht wird.<sup>16</sup> Zumindest punktuell orientiert sich der 132 Seiten starke Bericht der FINMA auch an *internationalen Standards* zur Vertriebsregulierung (Art. 7 Abs. 2 lit. d FINMAG).<sup>17</sup>

[Rz 9] Im *internationalen Kontext* reiht sich der FINMA-Vertriebsbericht in eine ganze Serie von ähnlichen Reformprojekten ein, die von verschiedenen Finanzmarktbehörden und Regulatoren zur Bewältigung der durch die Schadenfälle «Lehman» und «Madoff» ausgelösten Vertrauenskrise initiiert wurden.<sup>18</sup> Besonders erwähnenswert sind etwa die EU-Initiative zu den Packaged Retail Investment Products (PRIIPs)<sup>19</sup>, der von der britischen Financial Services Authority (FSA) vorgelegte Retail Distribution Review (RDR)<sup>20</sup>, das

Themenschwerpunkte festgelegt, die mittels konkreter Initiativen und Projekte innerhalb eines Zeithorizonts von drei Jahren umgesetzt werden sollen. Allen strategischen Zielen gemeinsam ist das Bestreben, den Kundenschutz zu verbessern. Der Schutz von Gläubigern, Anlegern und Versicherten ist die zentrale Aufgabe der FINMA und bildet die Grundlage ihrer Aufsichtstätigkeit».

<sup>15</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 18. Gedankliches Leitbild bestehender Schutzmechanismen im schweizerischen Recht ist aber dennoch der «mündige Anleger» (FINMA-Vertriebsbericht, 77 FN 5). Zur grundsätzlichen Differenzierung zwischen «qualifizierten Anlegern» und allen übrigen Kunden, die meist als Retailanleger oder -kunden bezeichnet werden, siehe FINMA-Vertriebsbericht, Anhang I, 3, sowie unten, Ziff. III. 2.

<sup>16</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 17.

<sup>17</sup> Im Vordergrund steht ganz eindeutig die einschlägige Regulierung in der EU. Vgl. hierzu die Ausführungen im FINMA-Vertriebsbericht, 38 f.

<sup>18</sup> In diesem Kontext drängt sich die Bemerkung auf, dass die Schadenfälle «Lehman» und «Madoff» wohl die wichtigsten Auslöser der derzeitigen Vertrauenskrise waren. Die eigentlichen Wurzeln des Problems reichen indes viel weiter zurück und sind schwergewichtig in Defiziten der bisherigen Anlegerschutzstandards, welche teilweise die Ausmasse eigentlichen Regulierungsversagens annahmen, zu sehen.

<sup>19</sup> Siehe hierzu eingehend unten, FN 44.

<sup>20</sup> Die von der FSA mit dem RDR-Projekt anvisierten Massnahmen lassen sich auf drei Kernpunkte reduzieren: (1) Verbesserte Kundeninformation bezüglich den von Finanzinstituten angebotenen Produkten und Dienstleistungen, (2) flankierende Massnahmen zur Beseitigung von Interessenkonflikten, welche sich aus der Vergütung für Anlageberater und Vermögensverwalter ergibt, (3) erhöhte Professionalität aller Anlageberater. Vgl. hierzu FSA-Consultation Paper 09/18, Distribution of retail investments: Delivering the RDR, Juni 2009. Unlängst ist dieses regulatorische Grossprojekt politisch jedoch massiv unter Druck geraten, namentlich, weil die Industrie befürchtet, dass ein grosser Teil der heute in der Anlageberatung tätigen Personen die neuen Professionalitäts-Standards nicht erfüllen kann. Obwohl die FSA eigentlich über Regulierungshoheit in diesem Bereich verfügt, hat sich nun Ende November 2010 das Unterhaus (House of Commons) in die Angelegenheit eingeschaltet und die FSA dazu

Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnFuG) aus Deutschland<sup>21</sup> und natürlich der 2010 Dodd-Frank Wall Street Reform and Customer Protection Act aus den USA.<sup>22</sup>

## 2. Regulatorisches «6-Punkte-Programm»

[Rz 10] Nach eingehender Evaluation eines bunten Strausses von Handlungsoptionen<sup>23</sup> schlägt die FINMA ein regulatorisches Reformpaket vor, welches in seinem Kern aus folgenden sechs Komponenten besteht:<sup>24</sup>

aufgefordert, schriftlich Bericht zu erstatten über Kosten und Nutzen der von ihr entworfenen Regulierungspläne. Ganz abgesehen davon dürften sämtliche Fragen rund um den Vertrieb von Finanzprodukten an Retailkunden nach der Neuordnung der britischen Aufsichtsstrukturen ab Ende 2012 ohnehin in die Kompetenz der neu zu errichtenden Consumer Protection and Markets Authority (CPMA) fallen. Ob letzteres noch Auswirkungen auf die Implementierung der RDR-Massnahmen haben wird, ist offen.

<sup>21</sup> Dieser im Frühjahr 2011 verabschiedete Erlass (in Kraft getreten mit der Veröffentlichung im Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 2011 vom 7. April 2011, 538 ff.) bezweckt zunächst einen besseren Schutz der Anleger vor Falschberatung: Neu müssen sämtliche bei einem Finanzinstitut beschäftigten Anlageberater, Compliance Officers sowie alle weiteren im Vertrieb von Finanzprodukten tätigen Personen in einer von der deutschen Bundesanstalt für Finanzmarktaufsicht (BaFin) verwalteten Datenbank unter Angabe der jeweiligen Qualifikation registriert werden; bei schwerwiegenden Verstössen kann die BaFin einem Anlageberater die Ausübung seiner Tätigkeit bis zu maximal 24 Monaten untersagen. Weiter soll die Kundeninformation durch sog. Produktinformationsblätter (PIB) verbessert werden, welche in der Umgangssprache oft mit «Beipackzetteln» von Arzneimitteln verglichen wurden. Zur Erhöhung des Funktionsschutzes hat der deutsche Gesetzgeber schliesslich Mindesthaltefristen bei offenen Immobilienfonds eingeführt und die Eigenkapitalquote von 30% auf 50% erhöht. Schliesslich wurden die Offenlegungsvorschriften beim Erwerb von Beteiligungen verschärft, um in Zukunft schleichende Übernahmen (sog. «creeping takeovers») zu verhindern. Zum Stand der Gesetzgebungsarbeiten siehe <http://gesetzgebung.beck.de/node/1001903>.

<sup>22</sup> Dieses zur Bewältigung der Finanzkrise erlassene, 848 Seiten starke Reformpaket umfasst insgesamt 1601 Bestimmungen (Sections). Der Erlass trat mit der Unterzeichnung durch Präsident Barack Obama am 21. Juli 2010 in Kraft (H.R. 4173). Für eine kritische Evaluation siehe DAVID A. SKEEL JR., The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-21, November 2010.

<sup>23</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 39 ff.

<sup>24</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 39 ff., 62 ff. (für eine Zusammenfassung siehe 68-70). Die Gliederung bzw. Zählung der von der FINMA propagierten Massnahmen ist nicht für den gesamten Bericht einheitlich: Während in den einleitenden «Kernpunkten» des Papiers (FINMA-Vertriebsbericht, Kernpunkte, 4-7) insgesamt sieben Massnahmen aufgezählt werden, finden sich in der Beschreibung jener Aspekte, die in einem neuen Finanzdienstleistungsgesetz zu regeln wären, nunmehr sechs Punkte (FINMA-Vertriebsbericht, Teil 10, 68-70). Die Differenz rührt daher, dass die Erhöhung der Transparenz am Point of Sale in den «Kernpunkten» als separate Massnahme neben der Verschärfung der Verhaltensregeln am Point of Sale aufgeführt wird, wofür es eigentlich keinen sachlichen Grund gibt. Das vorliegende Papier orientiert sich daher grundsätzlich an der Zählweise von Teil 10 des FINMA-Vertriebsberichts (68-70), behandelt jedoch aufgrund thematischer Überlegungen die Massnahmen in einer vom FINMA-Vertriebsbericht abweichenden Reihenfolge.

- *Massnahme 1:* Statuierung von *kohärenten Produktregeln* bestehend aus einer produktneutralen, einheitlichen Prospektpflicht für sämtliche Anlageprodukte und der Pflicht zur Erstellung einer Produktbeschreibung, welche die Beurteilung von komplexen, zusammengesetzten Finanzprodukten<sup>25</sup> vereinfachen soll. Zudem soll eine angemessene Folgepublizität gewährleistet werden (unten, Ziff. III. 1.).<sup>26</sup>
- *Massnahme 2:* Schaffung einer einheitlichen *Kunden-segmentierung* zwecks Differenzierung der Regulierung nach Schutzbedürfnis der betroffenen Kunden (unten, Ziff. III. 2.).<sup>27</sup>
- *Massnahme 3:* Harmonisierung und *Verschärfung der Verhaltensregeln am Point of Sale*, d.h. an der Schnittstelle zwischen Vertreter bzw. Berater und Kunde. Letzteres soll namentlich durch die Einführung einer Eignungs- und Angemessenheitsprüfung für Finanzprodukte, erhöhte Aufklärungspflichten vor Vertragsschluss, klare Information über den Erbringer von Finanzdienstleistungen und dessen Leistungen, Offenlegen von Interessenkonflikten, vertiefte Aufklärung über Produkte und Anlagestrategien, erhöhte Kostentransparenz sowie erweiterte Dokumentationspflichten erfolgen (unten, Ziff. III. 3.).<sup>28</sup>
- *Massnahme 4:* *Schaffung von Kohärenz in der Aufsicht* durch Verankerung einer Registrierungs-pflicht für nicht prudentiell beaufsichtigte Finanzdienstleistungsanbieter, namentlich für unabhängige Vermögensverwalter und Anlageberater (unten, Ziff. III. 4.).<sup>29</sup>
- *Massnahme 5:* Einführung eines *Ombudsstellenobligatoriums* zur vereinfachten Erledigung von Rechtsstreitigkeiten zwischen Finanzinstituten und Kunden (unten, Ziff. III. 5.).<sup>30</sup>
- *Massnahme 6:* Schaffung einer kohärenten Regulierung für den *grenzüberschreitenden Vertrieb ausländischer Finanzprodukte* in die Schweiz (unten Ziff. III. 6.).<sup>31</sup>

[Rz 11] In Ergänzung zu diesen gesetzgeberisch oder zumindest regulatorisch umzusetzenden Reformen kündigt die FINMA auch den *Einsatz neuartiger aufsichtsrechtlicher Massnahmen* an. Sie erwähnt in diesem Kontext namentlich die Durchführung stichprobeweiser (ex post) Kontrollen von

vereinfachten Prospekten für strukturierte Produkte (unten Ziff. III. 1.) und das sog. *Mystery Shopping* (unten Ziff. III. 3., 3.3.).<sup>32</sup>

[Rz 12] Im Bericht evaluierte, aber letztlich nicht als vor-dringlich erachtete bzw. von der FINMA *verworfen*e Handlungsoptionen betrafen Bemühungen zur Verbesserung der Kundenausbildung,<sup>33</sup> Bestrebungen zur vollständigen Übernahme der EU-Vertriebs- und Produktregeln<sup>34</sup> und die erleichterte Durchsetzung von Kundenansprüchen durch Massnahmen im Bereich von Zivil- und Zivilprozessrecht, wie etwa die Einführung eines den Art. 40a ff. OR nachgebildeten Rücktritts- und Kündigungsrechts, eine verstärkte richterliche Inhaltskontrolle von AGB, eine Beweislastumkehr zugunsten von Kunden, die Gewährleistung kostengünstiger Gerichtsverfahren und die Sicherstellung kollektiven Recht-schutzes durch Sammelklagen.<sup>35</sup>

### III. Kritische Evaluation der Kernpunkte

#### 1. Einheitliche, produktneutrale Prospekt- und Informationspflichten

##### 1.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA

[Rz 13] Die Vorgaben zur Information der Anleger beim öffentlichen Vertrieb von Finanzprodukten sind im schweizerischen Recht in diversen Erlassen verstreut und weisen darüber hinaus gravierende Lücken sowie Inkongruenzen auf.<sup>36</sup> Die zwischen Kunden und Produkthanbietern ohnehin schon bestehenden Informationsasymmetrien werden dadurch noch zusätzlich akzentuiert; aufgrund mangelnder oder unzureichender Information besteht zudem die Gefahr von Principle-Agent-Konflikten am Point of Sale.

[Rz 14] Um die Position der Anlegerinnen und Anleger zu stärken, geht eine zentrale Forderung des FINMA-Vertriebsberichts dahin, kohärente Vorgaben zur Information über Finanzprodukte zu schaffen. Diese neuen «Produktregeln», die sich an den geltenden Regulierungsstandards der EU orientieren,<sup>37</sup> bestehen aus folgenden *drei Kernelementen*:

<sup>25</sup> Gemäss FINMA-Vertriebsbericht, 45, sollten primär strukturierte Produkte, Investmentfonds und fondsgebundene Lebensversicherungen mit diesem zusätzlichen Informationsblatt dokumentiert werden.

<sup>26</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 44 ff., 63.

<sup>27</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 39 ff., 68.

<sup>28</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 48 ff., 69 f.

<sup>29</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 54 ff., 70.

<sup>30</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 43 ff., 62 f.

<sup>31</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 60 ff.

<sup>32</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 7 und 65 f.

<sup>33</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 62 ff.

<sup>34</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 61 ff.

<sup>35</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 58 ff.

<sup>36</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 28 ff. Für vertiefte wissenschaftliche Analysen siehe die in FN 6 zitierten Werke.

<sup>37</sup> Im Vordergrund steht die EU-Prospektrichtlinie mit den einschlägigen Ausführungserlassen auf supranationaler und nationaler Ebene. Vgl. hierzu insbesondere Verordnung EG 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung.

- In Zukunft soll eine *einheitliche Prospektpflicht* für sämtliche<sup>38</sup> Finanzprodukte gelten, wobei die Prospekte im Vergleich zum geltenden Recht höheren Mindestanforderungen genügen müssen, insbesondere bezüglich Form, Inhalt Verständlichkeit und Sprache.<sup>39</sup>
- Eine «*Produktbeschreibung*» soll es Privatkunden ermöglichen, zusammengesetzte Finanzprodukte, wie etwa strukturierte Produkte, kollektive Kapitalanlagen oder fondsgebundene Lebensversicherungen, miteinander zu vergleichen und dadurch besser zu beurteilen. Dieses Dokument ist nach standardisierten Vorgaben auszugestalten und muss strengen inhaltlichen Vorgaben genügen.<sup>40</sup> Diese oft mit dem «Beipackzettel»<sup>41</sup> bei Arzneimitteln verglichene Produktbeschreibung muss durch den Emittenten von Produkten erstellt werden; Vertrieber sollen aber zwingend zur Abgabe dieses Dokuments am Point of Sale verpflichtet sein.<sup>42</sup> Inhaltlich lehnt sich dieses Regulierungskonzept ganz deutlich an Vorbilder aus der EU an, namentlich an das sog. Key Investor Information (KID) nach der UCITS IV-Richtlinie<sup>43</sup>

bzw. an das Produktinformationsblatt (PIB) nach der EU-Initiative für Packaged Retail Investment Products (PRIPIs).<sup>44</sup>

- Schliesslich sollen die rechtlichen Grundlagen für eine angemessene *Folgepublizität* geschaffen werden, um eine fortlaufende, umfassende Information der Anleger während der gesamten Laufzeit von Produkten sicherzustellen.<sup>45</sup>

[Rz 15] Von einer Schaffung von weiteren Produktregeln will die FINMA absehen. Namentlich rät sie davon ab, eine *Bevollzugspflicht für Produkte* einzuführen; aus Gründen internationaler Kompatibilität soll allerdings die Ausnahme im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen beibehalten werden.<sup>46</sup> Auch eine regulatorische Beeinflussung der Produktpalette durch sog. «schwarze Listen», auf welchen die für Privatkunden verbotenen Produkte angeführt werden, lehnt die FINMA ab.<sup>47</sup>

## 1.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen

[Rz 16] Äusserst *positiv* zu werten ist, dass durch die Einführung einer produktneutralen Prospektpflicht ein einheitlicher Mindeststandard für die Information der Anleger über Finanzprodukte sichergestellt wird.<sup>48</sup> Als besonders wertvoll für den Schutz der Privatkunden dürften sich jene Vorschläge der FINMA erweisen, welche die *Vergleichbarkeit* der verschiedenen Produkte verbessern, namentlich etwa die Einführung

wesentlichen Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier oder auf einer Webseite zur Verfügung gestellt werden. Diese Verordnung beruht auf der sog. UCITS IV-Richtlinie (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).

<sup>44</sup> Diese Reform geht zurück auf die Mitteilung der EU-Kommission an das Europäische Parlament und den Rat betreffend Anlageprodukte und Kleinanleger vom 30. April 2009, KOM (2009) 204 endgültig. Ziel der Reform ist die weitestgehende Harmonisierung und Standardisierung der Informationspflichten für Finanzprodukten, welche typischerweise von Retailanlegern gekauft werden, namentlich für Investmentfonds, Kapitallebensversicherungen und strukturierte Produkte. Jüngste Entwicklungen haben gezeigt, dass bezüglich Information und Ausgestaltung eine enge Anlehnung an das KID nach UCITS IV anvisiert wird. Für Einzelheiten hierzu siehe den technischen Bericht der «3L3 Task-Force» mit Vertretern von CESR, CEBS and CEIOPS vom 6. Oktober 2010.

<sup>45</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 46.

<sup>46</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 46 ff.

<sup>47</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 46 ff. Explizite Verbote für den Vertrieb von strukturierten Produkten an Retailkunden gibt es aber z.B. seit 2008 in Norwegen und seit 2009 in den Vereinigten Arabischen Emiraten; in Deutschland ist hingegen der Vertrieb von Single-Hedge-Funds an Privatanleger verboten.

<sup>48</sup> Die Schaffung einer einheitlichen Prospektpflicht für sämtliche öffentlich vertriebenen Finanzprodukte entspricht einem von diversen Autoren schon seit einiger Zeit geforderten Reformpostulat. Vgl. hierzu etwa die in FN 6 zitierten Werke.

<sup>38</sup> Die FINMA erwägt allerdings, «gestützt auf die rechtlichen und faktischen Besonderheiten im Versicherungsgeschäft» Versicherungsprodukte nicht der Prospektpflicht zu unterstellen. Siehe hierzu FINMA-Vertriebsbericht, 44.

<sup>39</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 44. 63. Die Minimalanforderungen an die Prospekte betreffen namentlich die Abfassung in «verständlicher Sprache» und die Angabe der Charakteristiken eines Produkts unter Einbezug der Gewinn- Verlustaussichten sowie der mit dem Produkt verbundenen Risiken und Angaben zur rechtlichen Qualifikation des Produkts. Unklar ist, ob Angaben über das Profil des «typischen Anlegers», d.h. jenes Anlegertyps, für welchen das fragliche Produkt geeignet ist, nur in die sog. «Prospektbeschreibung» (FINMA-Vertriebsbericht, 44 ff.) oder auch in den Prospekt (FINMA-Vertriebsbericht, 63) aufzunehmen sind.

<sup>40</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 45 f. Insbesondere sollen Produkte einer Etikettierungspflicht unterliegen, wobei die Produktbeschreibung eine «nach vereinheitlichten Kriterien berechnete Darstellung der Gewinnaussichten sowie der Risiken des Produkts und deren Korrelation» sowie Hinweise über die rechtliche Qualifikation des Produkts enthalten muss. Dabei gilt es, Fachjargon zu vermeiden. Zudem ist eine ausschliessliche Verwendung der englischen Sprache ausgeschlossen.

<sup>41</sup> Dieser Begriff taucht besonders häufig in der deutschen Presse auf, um das im Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG; siehe oben, FN 21) vorgesehene *Produktinformationsblatt* (§ 31 Abs. 3 Satz 1-3 WpHG) zu beschreiben. Siehe hierzu auch: Frankfurter Allgemeine, Beipackzettel für Finanzprodukte – Kabinett beschließt den Gesetzentwurf zum Anlegerschutz, online-Ausgabe vom 22. September 2010.

<sup>42</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 46.

<sup>43</sup> Das sog. Key Investor Information Document (KID) soll den bisher vorgesehenen, vereinfachten Prospekt spätestens ab Juli 2012 in allen Mitgliedstaaten ersetzen. KID muss den interessierten Anlegern vor Vertragsschluss kostenlos zur Verfügung gestellt werden und muss auch auf der Webseite des Anbieters online zugänglich sein. Die Einzelheiten hierzu ergeben sich aus der Verordnung 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 den Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die

einer Etikettierungspflicht für Produkte<sup>49</sup>, die Pflicht zur Einordnung von Produkten in eine abstrakte Risikoskala<sup>50</sup> und die Vereinheitlichung und Vereinfachung der Dokumentation nach dem Vorbild der einschlägigen Initiativen in der EU («KID»<sup>51</sup> nach UCITS IV und «PIB»<sup>52</sup> nach der PRIPs-Initiative). Ein nicht minder begrüßenswerter Nebeneffekt dieses harmonisierten regulatorischen Ansatzes liegt in der Schaffung eines *level playing field* für sämtliche öffentlich vertriebenen Finanzprodukte, welches Wettbewerbsverzerrungen und Regulierungsarbitrage entgegenwirkt.<sup>53</sup>

[Rz 17] Diesen unbestrittenen Vorteilen stehen jedoch gewisse *Risiken, Probleme und offene Fragen* gegenüber, namentlich was die praktische Implementierung der von der FINMA skizzierten, neuen Produktregeln betrifft. Bei der Konzeption der gesetzgeberischen Grundlagen wären daher folgende Aspekte zu beachten:

[Rz 18] Nach herkömmlicher Auffassung liegt die *ratio legis* der Prospektpflicht darin, dass Investoren durch die im Prospekt enthaltenen Informationen in die Lage versetzt werden, eine rationale, sachgerechte Anlageentscheidung zu fällen (liberales Informationsmodell).<sup>54</sup> Obwohl sich dieses sog. «Disclosure-Paradigma»<sup>55</sup> in sämtlichen Kapitalmarktordnungen weltweit niedergeschlagen hat, gibt es erstaunlicherweise wenig stichhaltige Erkenntnisse darüber, ob

Retailkunden Prospekte tatsächlich lesen, ob sie die darin enthaltenen Informationen verstehen und ob sie gestützt auf die so gewonnenen Erkenntnisse handeln. Gerade im Nachgang zur Finanzkrise sind jene Stimmen, welche die Effektivität der Prospektpflicht für den Schutz der Anleger in Zweifel ziehen, lauter geworden.<sup>56</sup> Um zu gewährleisten, dass die im Regulierungsprozess entwickelten Ansätze einen effektiven Beitrag zum Schutz der Anleger leisten, sind verschiedene Regulierer dazu übergegangen, die Wirkung von Prospekten und anderen Informationsdokumenten im Rahmen von *empirischen Konsumententests* zu evaluieren. In der EU wurden entsprechende Tests bereits im Zusammenhang mit dem Key Investor Information Document (KID) durchgeführt;<sup>57</sup> in den USA ist das neu geschaffene Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) unter dem 2010 Dodd-Frank Wall Street Reform and Customer Protection Act in Zukunft zur Durchführung von Konsumententests verpflichtet, um die Wirksamkeit neu entwickelter Modellprospekte für Finanzprodukte und -dienstleistungen zu prüfen.<sup>58</sup> Dieses Vorgehen deckt sich mit neuesten wissenschaftlichen Ansätzen, wonach bei der Konzipierung von Informations- und Offenlegungspflichten verhaltenspsychologische Erkenntnisse – namentlich etwa das Phänomen der beschränkten Rationalität (sog. «unbound rationality») – zwingend zu berücksichtigen sind.<sup>59</sup> Es wäre angezeigt, diese neueren Entwicklungen und Erkenntnisse auch bei der Neukonzeption der Produktregeln im schweizerischen Recht in geeigneter Form einfließen zu

<sup>49</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 46. Namentlich sollte es in Zukunft klare Vorgaben dafür geben, unter welchen Voraussetzungen ein Finanzprodukt den Zusatz «Kapitalschutz» tragen darf. Voraussetzung der Etikettierungspflicht ist die Entwicklung einer «Nomenklatur von Produkttypen» mit entsprechenden Bezeichnungen, die von der FINMA in Zusammenarbeit mit einschlägigen Branchenverbänden unter Anhörung der Konsumentenschutzorganisationen und allenfalls auch der Lauterkeitskommission zu entwickeln wäre. In diesem Zusammenhang wären gleichzeitig wirksame Vorschläge dazu zu entwickeln, wie die von «White Labelling» ausgehende Täuschungsgefahr wirksam gebannt werden kann.

<sup>50</sup> Nach der geltenden UCITS-Regulierung muss das Rendite-Risikoprofil eines Produkts z.B. anhand eines synthetischen Indikators auf einer Punkteskala von eins bis sieben abgebildet werden. Vgl. hierzu auch FINMA-Vertriebsbericht, 39.

<sup>51</sup> Siehe hierzu eingehend FN 43, oben.

<sup>52</sup> Siehe hierzu eingehend FN 44, oben.

<sup>53</sup> Ein typisches Beispiel von Regulierungsarbitrage stellten etwa die vor rund fünf Jahren sehr populären, aktiv verwalteten Zertifikate dar. Wirtschaftlich kamen diese Anlageformen klassischen Investmentfonds sehr nahe, da die dem Produkt zugrundeliegenden Basiswerte aktiv verwaltet wurden. Die ökonomische und rechtliche Struktur dieser Produkte wurde allerdings meist so gewählt, dass das Kriterium der kollektiven Fremdverwaltung nicht bejaht werden konnte und deshalb keine Bewilligungspflicht unter dem damals geltenden Anlagefondsgesetz (AFG) bzw. später unter dem Kollektivanlagengesetz (KAG) bejaht werden konnte.

<sup>54</sup> Für weitere Hinweise zum liberalen Informationsmodell siehe CONTRATTO (FN 6), 228 m.w.H.

<sup>55</sup> Die Wurzeln dieses Regulierungsansatzes gehen auf den US-amerikanischen 1933 Securities Act (15 U.S.C. § 77a ff.) und auf den 1934 Securities Exchange Act (15 U.S.C. § 78a ff.) zurück. Siehe hierzu STEVEN L. SCHWARCZ, Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity, University of Illinois Law Review, Vol. 2004, No. 1; gleichzeitig: Duke Law School, Public Law Research Paper No. 34.

<sup>56</sup> Anschaulich hierzu etwa folgende Aussage des Committee of European Securities Regulators (CESR): «Retail investors [are] in practice [unlikely] to read or fully understand complex prospectuses», CESR's Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation, CESR/07/225 CESR/07-225, June 2007, 18 N 83. Für kritische Stimmen aus der Wissenschaft siehe etwa EMILIOAS AVGOULEAS, The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform, European Company and Financial Law Review (2009) 440 ff.; TOM VAN DYCK, (Opt-out) Intermediation as an Alternative for Ensuring a True Protection for European Retail Investors?, SSRN-Working Paper, December 2009, 1 ff.; 17 N 30 ff.; 18 FN 55 ff. m.w.H.

<sup>57</sup> Zum Key Investor Information Document (KID) siehe oben, FN 51. Zum Testverfahren bzw. den entsprechenden Befragungsunterlagen siehe CESR-Consultation Paper CESR/10-794 vom 20. Juli 2010, CESR's Template for the Key Investor Information Document, sowie IFF RESEARCH/YouGov, UCITS Disclosure Testing – Research Report Prepared for the European Commission, June 2009, 1 ff., 6.

<sup>58</sup> Siehe hierzu Section 1032 (H.R. 4173; für weitereführende Hinweise zu diesem Erlass siehe oben, FN 22). Das mit dem Erlass neu geschaffene Consumer Financial Protection Bureau hat weitreichende Kompetenzen im Bereich der Statuierung von Offenlegungspflichten («disclosure») für Finanzprodukte und -dienstleistungen. Dabei wird die Behörde angehalten, Modellprospekte zu entwerfen, welche den Ansprüchen an «plain language» entsprechen und überdies ein übersichtliches Format und Design aufweisen. Auf Kleingedrucktes soll wo immer möglich verzichtet werden.

<sup>59</sup> CHRISTINE JOLLS/CASS R. SUNSTEIN, Debiasing Through Law, 35 Journal of Legal Studies, 2006, 199 ff.; MICHAEL S. BARR/SENDHIL MULLAINATHAN/ELGAR SHAFIR, Behaviorally Informed Financial Services Regulation, New American Foundation, Working Paper, October 2008; OREN BAR-GILL, The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts, 94 Cornell Law Review (2009) 1073 ff.

lassen; namentlich wäre es sinnvoll, die im Ausland mit Konsumententests gemachten Erfahrungen gewinnbringend zu nutzen.

[Rz 19] Eine sehr wichtige Pendeuz, die im FINMA-Vertriebsbericht erstaunlicherweise nicht erwähnt wird, ist die Schaffung klarer und kohärenter Vorgaben zur Abgrenzung der prospektfreien *Privatplatzierung* von einem prospektpflichtigen *öffentlichen Angebot*. Um den heute in verschiedensten Erlassen verankerten, unbestimmten Rechtsbegriffen Herr zu werden, hat das Bundesgericht über die Zeit eine Reihe von qualitativen und quantitativen Abgrenzungskriterien herausgebildet, deren unheilvolle Verknüpfung jedoch nur zu noch grösserer Rechtsunsicherheit geführt hat.<sup>60</sup> Da das Bundesgericht diese Praxis bis heute nicht aufgegeben hat – wie sich in einem Urteil vom 10. Februar 2011 im Zusammenhang mit der Beurteilung des Begriffs der öffentlichen Werbung im Sinne der Kollektivanlagegesetzgebung erneut gezeigt hat<sup>61</sup> –, wäre es angezeigt, diese Frage anlässlich der Neufassung der Produktregeln für sämtliche Finanzprodukte einheitlich und klar zu regeln. Es spricht viel dafür, aus Gründen der Rechtssicherheit primär auf quantitative und daher klar messbare Kriterien abzustellen, wie sie die EU mit der EU-Prospektrichtlinie eingeführt hat.<sup>62</sup> In Frage käme etwa eine Abgrenzung anhand der absoluten Zahl angesprochener Anleger<sup>63</sup> und/oder eine Abgrenzung gestützt auf eine bestimmte Mindeststückelung für Finanzprodukte<sup>64</sup>.

<sup>60</sup> Siehe zu dieser Problematik eingehend CONTRATTO (Diss, FN 6), 244 ff. m.w.H.

<sup>61</sup> Im Urteil 2C\_89/2010 vom 10. Februar 2011 führte das Bundesgericht in Erwägung 5.3.1 Folgendes aus: «Richtet sich das Angebot bzw. die Werbung an einen eng umschriebenen Personenkreis, liegt keine Öffentlichkeit bzw. kein «Publikum» [...] vor. Der Kreis der Beworbenen kann dabei – wie bisher – entweder qualitativ aufgrund bestimmter Beziehungen oder aber quantitativ (zahlenmässig) beschränkt sein, wobei jeweils die Umstände des konkreten Einzelfalls den Ausschlag geben». Für eine Kritik an dieser Rechtsprechung, namentlich wegen fehlender Rechtssicherheit, siehe: STEFAN GRIEDER/JANA ESSEBIER, Wann liegt ein öffentlicher Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen vor?, Anmerkungen zum Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 14. Dezember 2009 (Abteilung II B-7765/2008), Schweizer Treuhänder (ST) 10/2010, 739-743, 742 f.

<sup>62</sup> Nach Art. 3 Abs. 1 und Abs. 3 der EU-Prospektrichtlinie ist zwingend ein Prospekt zu veröffentlichen, wenn Wertpapiere öffentlich angeboten (zum Begriff des öffentlichen Angebots siehe Art. 2 Abs. 1 lit. d EU-Prospektrichtlinie sowie unten, FN 63 und FN 64) und wenn sie zum Handel auf einem geregelten Markt i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 14 MiFID zugelassen werden.

<sup>63</sup> In der EU galten bisher Angebote an weniger als 100 Retailanleger pro Mitgliedstaat als nicht der Prospektspflicht unterliegende Privatplatzierungen (vgl. Art. 3 Abs. 2 lit. b EU-Prospektrichtlinie); im Rahmen der laufenden Reform der EU-Prospektrichtlinie wurde diese Zahl nun allerdings auf 150 Anleger pro Mitgliedstaat erhöht. Aufgrund der beschränkten räumlichen Verhältnisse dürfte für die Schweiz vermutlich eine Zahl von 100 Anlegern als Schwellenwert angemessen sein.

<sup>64</sup> In der EU sind Finanzprodukte mit einer Mindeststückelung von EUR 100'000.– von der Prospektspflicht ausgenommen; vor der Revision der EU-Prospektrichtlinie betrug der Schwellenwert lediglich EUR 50'000.–. Der Schwellenwert wurde nach oben angepasst, weil empirische

Ergänzend dazu sollte die bewährte Regelung beibehalten werden, wonach Angebote, die sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger richten, nicht als öffentlich gelten und daher keine Prospektspflicht auslösen.<sup>65</sup> Zusammen mit einer Vereinheitlichung der Kundensegmentierung und der Schaffung eines einheitlichen Begriffs des «qualifizierten Anlegers» (unten, Ziff. III. 2.) könnte so die Rechtssicherheit bei der Abgrenzung zwischen prospektfreien und prospektpflichtigen Emissionen erhöht werden.

[Rz 20] Grundsätzlich erfreulich ist, dass die FINMA die bisher nur ungenügend gewährleistete *Folgepublizität* von Produkten durch regulatorische Massnahmen stärken will. Sie erwägt hierfür die Einführung einer Aktualisierungspflicht für Prospekte oder eine Pflicht zur Publikation relevanter Änderungen auf einer zentral zugänglichen Plattform.<sup>66</sup> Aus Praktikabilitätsgründen sollten die Produkthanbieter zur Veröffentlichung aller relevanten Änderungen auf einer für alle Anleger zugänglichen, einheitlichen Plattform verpflichtet werden. Es wäre sinnvoll, wenn auch die ursprünglich erstellten Prospekte auf derselben Plattform abgerufen werden könnten. Da es den Kunden kaum zumutbar sein dürfte, diese Informationen selber auf verschiedenen Webseiten von Produkthanbietern suchen zu müssen, wäre die Verantwortung für die Errichtung dieser *zentralen Plattform* der FINMA zu übertragen.<sup>67</sup> Für die konkrete Durchführung könnte eine Delegation an den Informationsdienstleister SIX Telekurs in Erwägung gezogen werden.

[Rz 21] Nach Meinung der FINMA drängt sich für die Verankerung der neuen Produktregeln nicht zwingend eine Neuregelung an «zentraler Stelle» auf; es sei auch eine Anpassung bestehender Gesetze denkbar.<sup>68</sup> Das von der FINMA vorgeschlagene Vorgehen ist zwar pragmatisch und zeitsparend; die Beibehaltung atomisierter Bestimmungen zur Prospektspflicht (und -haftung) birgt allerdings die Gefahr, dass einmal mehr Normkollisionen und Inkohärenzen entstehen werden, mithin eben gerade keine einheitlichen Produktregeln geschaffen werden.<sup>69</sup> Eine *Kodifikation* macht gerade auch deshalb Sinn, weil für diverse andere, inhaltlich mit der Prospektspflicht direkt im Zusammenhang stehende

Untersuchungen gezeigt hätten, dass selbst Kleinanleger Transaktionen mit Mindesteinlagen von EUR 50'000.– pro Anlage getätigt hätten.

<sup>65</sup> So auch die entsprechende Regelung in Art. 3 Abs. 2 lit. a EU-Prospektrichtlinie.

<sup>66</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 46.

<sup>67</sup> Als Vorbild könnte namentlich etwa die von der BaFin unterhaltene Prospektdatenbank dienen.

<sup>68</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 69.

<sup>69</sup> Die Erfahrungen der Vergangenheit haben gezeigt, wie schwierig es bei einer Aufspaltung inhaltlich zusammenhängender Rechtsfragen in verschiedene Erlasse ist, Revisionen kohärent umzusetzen. Für Beispiele von Normkollisionen, welche etwa durch den Erlass des KAG entstanden sind, siehe FRANCA CONTRATTO, Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte nach Art. 5 KAG – Pandorabüchse oder wirksame Anlegerschutzmassnahme?, GesKR 2-3 2006, 193 ff., insbes. 200.



Bestimmungen, wie etwa die Definition des öffentlichen Angebots, die Verankerung der Kriterien zur Abgrenzung der verschiedenen Kundensegmente (unten, Ziff. III. 2.) oder die Regeln zur Folgepublizität, noch ein geeigneter *sedes materiae* gefunden werden muss. Kann sich der Gesetzgeber jedoch nicht zu einem Herauslösen der emissionsrechtlichen Bestimmungen aus dem OR im Hinblick auf die Schaffung einer Kodifikation über Prospektpflicht und Prospekthaftung durchringen, dann wird die bestehende Patchwork-Situation im schweizerischen Finanzmarktrecht mit allen damit verbundenen Problemen weiter bestehen. Es ist indes sehr zu hoffen, dass der Gesetzgeber die Chance zu einer kohärenten Neuregelung wahrnehmen wird.

### 1.3 Durchsetzungsmechanismen: Stichprobenweise «ex-post» Kontrollen und Prospekthaftung

[Rz 22] Die *Qualitätssicherung* für Anlegerinformation kann sowohl durch *präventive Instrumente* – im Vordergrund stehen Produktgenehmigungen und Prospektkontrollen – als auch durch *retrospektive bzw. repressive Instrumente* – namentlich etwa in Gestalt nachträglicher, stichprobenartiger Kontrollen und durch zivilrechtliche Haftungstatbestände – erfolgen. Die diesbezügliche Regulierung ist in der Schweiz bis dato allerdings äusserst lückenhaft geblieben.<sup>70</sup> Im Ergebnis fehlen adäquate Durchsetzungsmechanismen, um die Einhaltung der Prospektvorschriften sicherzustellen.

[Rz 23] Ganz besonders zurückhaltend haben sich die politischen Entscheidungsträger bisher stets gezeigt, wenn es um die Einführung einer flächendeckenden präventiven *Prospektkontrolle* ging. Dabei dürften allerdings nicht nur Bedenken wegen der Ressourcenknappheit im Bereich der Aufsicht, sondern namentlich auch die Wahrung von Wettbewerbsvorteilen im internationalen Kontext und die Erhaltung maximaler Flexibilität für die Finanzindustrie eine entscheidende Rolle gespielt haben.<sup>71</sup> Man mag dieser Position zugute halten, dass die Wirksamkeit der präventiven behördlichen Prospektprüfung selbst in der EU auch lange nach ihrer Einführung noch immer umstritten ist<sup>72</sup>, zumal sich eine amtliche

Prüfung naturgemäss auf formale Gesichtspunkte, d.h. auf reine Vollständigkeitsprüfungen beschränkt.<sup>73</sup> Dass die FINMA im FINMA-Vertriebsbericht erneut eine ablehnende Haltung gegen die Einführung präventiver Qualitätssicherungsinstrumente einnimmt, ist deshalb zumindest nachvollziehbar.

[Rz 24] Enttäuschend ist hingegen, dass im FINMA-Vertriebsbericht keine konkreten Vorschläge für eine stringenter Durchsetzung der Produktregeln mittels *retrospektiver, repressiver Instrumente* entwickelt wurden. Die von der FINMA propagierten *Stichprobenkontrollen von vereinfachten Prospekten für strukturierte Produkte* wären nur dann zielführend, wenn im Fall von Verstössen effektive Sanktionsmöglichkeiten bestehen. Der in Art. 149 Abs. 1 lit. e Ziff. 1 und Ziff. 2 KAG verankerte, verwaltungsstrafrechtliche Durchsetzungsmodus in Gestalt einer blossen Busse überzeugt jedoch nicht. Sofern im Rahmen der von der FINMA geforderten, stichprobenweisen Prospektkontrollen gravierende Mängel zutage gefördert werden, sollten in Zukunft anstelle einer Verwaltungsstrafe die verwaltungsrechtlichen Instrumente und Sanktionen nach Art. 29 ff. FINMAG zum Tragen kommen. Gerade ein «Naming and Shaming» i.S.v. Art. 34 FINMAG dürfte bei Verstössen gegen die Produktregeln auch in präventiver Hinsicht Einiges mehr bewirken als die Verhängung einer Busse.

[Rz 25] Um in Ergänzung dazu eine wirksame zivilrechtliche Durchsetzung der Produktregeln mittels Schadenersatzklagen zu gewährleisten, bedürften die heutigen, erratischen Bestimmungen über die Prospekthaftung einer grundlegenden Überarbeitung. Das *Prospekthaftungsregime* müsste zwingend einheitlich gefasst werden, um die bisherigen Lücken im Geltungsbereich auszufüllen.<sup>74</sup> Ausserdem wären Beweislasteicherungen bis hin zu einer Beweislastumkehr sowie Erleichterungen im Bereich der Prozesskosten zu prüfen (unten, Ziff. III. 5.). Schliesslich wäre die Einführung eines auf Prospekthaftungstatbestände beschränkten, *kollektiven Rechtsschutzmechanismus*, wie er in Deutschland in Form des Kapitalanlegermusterverfahrensgesetzes (KapMuG) eingeführt wurde, in Erwägung zu ziehen.<sup>75</sup> Dass in diesem

<sup>70</sup> Siehe hierzu die Auslegeordnung im FINMA-Vertriebsbericht, 46 ff.

<sup>71</sup> Im Rahmen der vorbereitenden Arbeiten zum BEHG wurde die fehlende präventive Prüfung von Emissionsprospekten zwar thematisiert. Letztlich sprachen sich aber sowohl Expertenkommission als auch Bundesrat und Parlament klar gegen die Regelung einer präventiven Prospektkontrolle im BEHG aus. Um die Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz nicht zu beeinträchtigen, sei mit einer weitergehenden Regulierung des Primärmarktes so lange zuzuwarten, bis das entsprechende Regulierungsniveau auf EU-Ebene absehbar sei. Siehe hierzu Botschaft des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I 1369 ff., 1386 ff.; Bericht zum Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen- und den Effektenhandel, März 1991/Bern, 22. Januar 1992, 22 f.

<sup>72</sup> A.M. jedoch AVGOULEAS (FN 56), 440 ff., welcher die Schaffung eines unabhängigen «EU Financial Products Committee» zur zentralen Prüfung und Genehmigung von Finanzprodukten fordert, weil dadurch die Anleger viel

besser geschützt werden könnten, als durch die herkömmlichen Informations- und Offenlegungspflichten. Es ist allerdings zu bezweifeln, dass sich diese Idee in der EU durchsetzen kann.

<sup>73</sup> Dies entspricht mit wenigen Ausnahmen auch der gängigen Praxis bei der Prüfung von Börsenprospekten durch die SIX Swiss Exchange bzw. durch die frühere Zulassungsstelle der Schweizer Börse. Siehe hierzu CONTRATTO (FN 6), 312 ff.

<sup>74</sup> Zu den Lücken im Geltungsbereich mit Blick auf strukturierte Produkte siehe CONTRATTO (FN 6), 329 ff.; MAURENBRECHER/WALLER (FN 6), 67 ff.

<sup>75</sup> Siehe hierzu statt Vieler: THOMAS M.J. MÖLLERS/TILMAN WEICHERT, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, NJW 2005, 2737 ff.; BRIGITTA VARADINEK/THOMAS ASMUS, Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz: Verfahrensbeschleunigung und Verbesserung des Rechtsschutzes?, ZIP 29/2008, 1309 ff. Für eine Evaluation des KapMuG aus Schweizer Sicht siehe FRANCA CONTRATTO, Access to Justice for Investors in the Wake of the Financial Crisis: Test Cases as a Panacea, SZW 3/2009, 176 ff., insbes. 184 ff.

Zusammenhang eine empfindliche Lücke im Rechtsschutz klafft, hat gerade der Fall Lehman Brothers deutlich gezeigt.<sup>76</sup>

[Rz 26] Fehlen griffige Durchsetzungsmechanismen, dann ist mit beträchtlichen *Defiziten im praktischen Vollzug* der neuen Produktregeln zu rechnen. Der Gesetzgeber täte daher gut daran, dem Aspekt der Durchsetzung im Rahmen der gesetzgeberischen Implementierung des FINMA-Vertriebsberichts genügend Beachtung zu schenken.

## 2. Harmonisierte Kundensegmentierung

### 2.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA

[Rz 27] Nachdem es im Schweizer Recht bis dato nur punktuelle Ansätze *differenzierenden Anlegerschutzes* gab,<sup>77</sup> propagiert die FINMA die Einführung einer einheitlichen Kundensegmentierung für sämtliche in ihren Aufsichtsbereich fallenden Finanzdienstleistungen und -produkte.<sup>78</sup> Mit diesem Vorstoss nimmt die FINMA nicht nur Forderungen der Wissenschaft nach einer verstärkten Berücksichtigung des sog. Differenzierungsprinzips in der Finanzmarktregulierung auf,<sup>79</sup> sondern sie folgt auch einem internationalen Trend:

<sup>76</sup> In Deutschland könnte die Frage, ob das beim Vertrieb von strukturierten Produkten der Lehman Brothers-Gruppe von verschiedenen Banken praktizierte «White Labelling» nicht allenfalls irreführend war, im Rahmen eines Musterverfahrens nach dem KapMuG für eine Vielzahl von Einzelfällen autoritativ durch ein höherrangiges Gericht entschieden werden. In der Schweiz hingegen gibt es zumindest de lege lata kein analoges Rechtsschutzinstrument. Immerhin hat eine Gruppe von Anlegern versucht, das von Banken beim Vertrieb von «Lehman-Zertifikaten» eingesetzte Werbematerial durch eine Eingabe bei der Schweizerischen Lauterkeitskommission, einem Organ der Selbstkontrolle der Schweizer Werbebranche, namentlich wegen extensiven Einsatzes von «White Labelling» als irreführend erklären zu lassen. Indes ohne Erfolg: Da das umstrittene Werbematerial mehr als ein Jahr zuvor veröffentlicht worden war, verneinte die Lauterkeitskommission das Weiterbestehen einer Kommunikationswirkung und bejahte die Verjährungseinrede der Bank. Kritisch zum Ganzen ROMEO REGENASS, *Wie die Lauterkeitskommission die Credit Suisse im Fall Lehman unterstützt*, Tages-Anzeiger online vom 18. Juli 2010.

<sup>77</sup> Das Paradebeispiel differenzierenden Anlegerschutzes ist zweifellos Art. 10 Abs. 5 KAG, welcher für kollektive Kapitalanlagen, die ausschliesslich an sog. «qualifizierte Anleger» i.S.v. Art. 10 Abs. 3 KAG vertrieben werden, verschiedene regulatorische Erleichterungen vorsieht. Namentlich muss für derartige Produkte kein Prospekt erstellt werden, zudem kann das Kündigungsrecht der Anleger eingeschränkt werden. Tendenzen differenzierenden Anlegerschutzes lassen sich aber auch darin erkennen, dass Art. 11 Abs. 2 BEHG das Ausmass der Informations-, Sorgfalts- und Treuepflicht des Effektenhändlers je nach der «Geschäftserfahrung» und den «Fachkenntnissen» des jeweiligen Kunden differenziert. Für weitere Beispiele siehe FINMA-Vertriebsbericht, 40.

<sup>78</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 39 ff., insbes. 42, 68.

<sup>79</sup> Zugunsten einer Implementierung des sog. Differenzierungsprinzips im Finanzmarktrecht der Schweiz hatte sich bereits vor einem Jahrzehnt die EXPERTENKOMMISSION ZUFFEREY, *Finanzmarktregulierung und -aufsicht in der Schweiz*, Schlussbericht, Bern, November 2000, 36, ausgesprochen. Der Vorteil eines nach unterschiedlichem Schutzbedürfnis differenzierenden Anlegerschutzkonzepts liegt insbesondere darin, dass dadurch dem verfassungsmässigen Gleichheitsgebot und den Anforderungen des

Ende 2010 hat die EU ein einheitliches Kundensegmentierungskonzept für sämtliche Wertpapierdienstleistungen verabschiedet; zu diesem Zweck wurde die in der EU-Prospektrichtlinie<sup>80</sup> verankerte Kundensegmentierung vollständig an jene von MiFID angeglichen.<sup>81</sup> Neu gelten nun alle von MiFID als «professionelle Kunden» bzw. «geeignete Gegenparteien» qualifizierten Marktteilnehmer gleichzeitig als «qualifizierte Anleger» i.S.d. der revidierten EU-Prospektrichtlinie.

### 2.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen

[Rz 28] Im Moment spricht wenig dafür, dass die Schweizer Finanzindustrie grundsätzlich gegen die Einführung einheitlicher Kundenkategorien opponieren wird. Nach ersten Anpassungen dürfte eine harmonisierte Kundensegmentierung nämlich nicht nur die *Rechtssicherheit erhöhen*, sondern insbesondere auch zu Vereinfachungen in der praktischen Umsetzung und damit zu einer ressourcen- und kostenmässigen *Entlastung der Finanzinstitute* führen.<sup>82</sup>

---

Verhältnismässigkeitsgrundsatzes adäquat Rechnung getragen wird. Zu diesen verfassungsrechtlichen Implikationen siehe CONTRATTO (FN 6), 118. Zum Postulat differenzierenden Anlegerschutzes siehe im Weiteren etwa HOLGER FLEISCHER, *Empfeht es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?*, Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, in: Verhandlungen des vierundsechzigsten deutschen Juristentages, Bd. I, München 2002, 21; WATTER, (FN 6), 269 ff., 273; THOMAS WERLEN, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutzrecht?*, SZW 1995, 270 ff., 274 sowie JEAN-BAPTISTE ZUFFEREY, (Dé-, re, sur- auto-, co-, inter-) réglementation en matière bancaire et financière, Thèses pour un état des lieux en droit suisse, Referat zum Schweizerischen Juristentag 2004, ZSR, NF 123 II 2004, 479 ff., 556 ff.

<sup>80</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 345 vom 31. Dezember 2003, 64–89 (alte Fassung); inzwischen revidiert durch die Richtlinie 2010/73/EU («revidierte EU-Prospektrichtlinie»). Zu letzterer siehe FN 81.

<sup>81</sup> Die Harmonisierung wurde technisch so gelöst, dass im Text von Art. 2 Abs. 1 lit. e der EU-Prospektrichtlinie ein Verweis auf die Definition des «professionellen Kunden» gemäss Anhang II zu MiFID aufgenommen wurde. Die Revisionsvorlage der Kommission (KOM/2009/491) wurde vom Europäischen Parlament am 17. Juni 2010 in erster Lesung behandelt und am 11. Oktober 2010 vom Europäischen Rat angenommen; sie ist am 31. Dezember 2010 in Kraft getreten (Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, ABL L 3271 vom 11. Dezember 2010, 1 ff.). Zur Entstehungsgeschichte und zu weiteren Einzelheiten siehe die Übersicht bei Beck online sowie ROBERT ELSÉN/LARS JÄGER, *Revision der Prospektrichtlinie – Überblick wesentlicher Neuerungen*, BKR – Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2010, 97 ff., insbes. 99 ff.

<sup>82</sup> Letzteres trifft allerdings nur dann zu, wenn es den Regulierungsbehörden bzw. dem Gesetzgeber gelingt, hinreichend klare Zuordnungskriterien zur

[Rz 29] Heftige politische Auseinandersetzungen sind allerdings spätestens dann zu erwarten, wenn es um die inhaltliche Festlegung jener Kriterien geht, welche für die Abgrenzung der schutzbedürftigen Kleinanleger (sog. retail clients) vom Segment der professionellen Kunden relevant sind. Sollten nämlich die *Abgrenzungskriterien* der EU<sup>83</sup> weitestgehend übernommen werden – wie das die FINMA propagiert hat<sup>84</sup> – dann würde das bisher äusserst liberale Regime der Schweiz einschneidende Einschränkungen erfahren: Nach den geltenden EU-Standards im Anhang II von MiFID ist für eine Qualifikation als «professioneller Kunde» der Nachweis qualitativer Voraussetzungen in Form einschlägiger Expertise und Erfahrung zwingend;<sup>85</sup> rein quantitative Kriterien, wie etwa die Höhe des Anlagevolumens, wären hingegen nicht mehr ausreichend.<sup>86</sup> Zudem muss der Kunde selber über die entsprechenden Fachkenntnisse verfügen; eine Substitution fehlender Expertise durch professionelle Beratung ist nicht möglich. Sofern das Kundensegmentierungskonzept der EU ohne das Beifügen systemfremder Elemente im Schweizer Recht implementiert würde, müssten somit zwei Kategorien qualifizierter Anleger, die heute für die Finanzdienstleistungsindustrie von grosser Bedeutung sind – die vermögenden Privatkunden i.S.v. Art. 10 Abs. 3 lit. e KAG i.V.m. Art. 6 Abs. 1 KKV<sup>87</sup> und die Vermögensverwaltungskunden i.S.v. Art. 10 Abs. 4 KAG i.V.m. Art. 6 Abs. 2 KKV<sup>88</sup> – neu dem Segment der schutzbedürftigen Kleinanleger zugewiesen werden.

---

Abgrenzung der verschiedenen Kundensegmente zu definieren. Zu dieser Problematik siehe den gleich folgenden Absatz.

<sup>83</sup> «Professionelle Kunden» sind nach Art. 4 Abs. 1 Ziff. 11 MiFID alle Kunden, welche die in Anhang II zu MiFID definierten Kriterien erfüllen. Grundvoraussetzungen hierfür sind «ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand», damit Risiken richtig eingeschätzt werden und sachgerechte Anlageentscheidungen gefällt werden können. A priori als professionelle Kunden gelten die in Ziff. 1 von Anhang II aufgelisteten Institute, namentlich Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungsunternehmen, anderweitig beaufsichtigte Finanzinstitute und sonstige institutionelle Anleger, wie etwa Grossunternehmen mit einer Mindestbilanzsumme von EUR 20 Mio. Alle übrigen Kunden gelten grundsätzlich als schutzbedürftige «Kleinanleger» (siehe hierzu auch Art. 4 Abs. 1 Ziff. 12 MiFID sowie § 31a Abs. 3 WpHG).

<sup>84</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 41 f., 68

<sup>85</sup> Aufschlussreich in diesem Kontext ist der einleitende Satz von Anhang II zu MiFID: «Ein professioneller 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. [...]».

<sup>86</sup> So explizit auch FINMA-Vertriebsbericht, 41.

<sup>87</sup> Verordnung des Bundesrates vom 22. November 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (SR 951.311). Nach Art. 6 Abs.1 KKV gilt als «vermögende Privatperson [...] wer gegenüber einem beaufsichtigten Finanzintermediär gemäss Artikel 10 Absatz 3 Buchstaben a und b des Gesetzes oder gegenüber einem unabhängigen Vermögensverwalter oder einer unabhängigen Vermögensverwalterin gemäss Absatz 2 schriftlich bestätigt, im Zeitpunkt des Erwerbs direkt oder indirekt über Finanzanlagen von mindestens 2 Millionen Franken zu verfügen».

<sup>88</sup> Nach Art. 6 Abs. 2 KKV gelten «Kunden, die mit einem unabhängigen Vermögensverwalter oder einer unabhängigen Vermögensverwalterin einen

[Rz 30] Es wäre naiv zu glauben, dass die Industrie eine derartige Verschärfung der Regulierung kampflös hinnehmen wird; gerade Produzenten von Finanzprodukten dürften ein hohes Interesse daran haben, den Vertrieb von Produkten an diese beiden Anlegergruppen weiterhin mit sehr geringem regulatorischem Aufwand betreiben zu können. Der Regulator wird sich hier gangbare *Kompromisslösungen* überlegen müssen, um nicht die *politische Realisierbarkeit* des Gesamtprojekts zu gefährden. Aus dieser Warte betrachtet, wäre die Gewährung gewisser Erleichterungen im Bereich der vermögenden Privatkunden wohl eher sachgerecht, als eine Beibehaltung des viel zu tiefen Schutzniveaus für sämtliche Vermögensverwaltungskunden. In diesem Bereich tut nämlich eine Erhöhung des heutigen Regulierungsniveaus dringend Not, zumal die externen Vermögensverwalter wohl auch in Zukunft nicht streng reguliert bzw. überwacht sein werden (unten, Ziff. III. 4.) und den Kunden im Schadenfall nur der kostspielige und langwierige Gang vor den Zivilrichter mit höchst ungewissem Ausgang bleibt (unten, Ziff. III. 5.).

[Rz 31] Zur Gewährleistung eines *reibungslosen Vollzugs* der neuen Regelungen gilt es, bei der Schaffung der rechtlichen Grundlagen folgenden Aspekte besondere Aufmerksamkeit zu schenken:

- Die Kundensegmentierung sollte zwingend auf *Gesetzesstufe*, allenfalls ergänzt durch rangtiefere Regulierungsakte, verankert werden; andernfalls wäre es dem Belieben der einzelnen Finanzinstitute anheim gestellt, für welche Arten von Kunden bzw. gestützt auf welche Kriterien das Schutzniveau tiefer angesetzt werden darf.<sup>89</sup> Um Normkollisionen und Auslegungstreitigkeiten zu vermeiden, wäre zudem ein einheitlicher *sedes materiae* anzustreben.<sup>90</sup> Aus konzeptionellen Gründen wäre dafür zweifellos ein neu zu schaffendes Finanzdienstleistungsgesetz ideal; angesichts des dafür zu veranschlagenden Zeitbudgets braucht es realistischerweise jedoch zumindest mittelfristig noch eine Übergangslösung: Am pragmatischsten – wenn auch konzeptionell nicht restlos überzeugend – wäre vermutlich der Erlass eines neuen Art. 3bis FINMAG mit der Marginalie «Kundinnen und Kunden bzw. <Anlegerinnen und Anleger». In Anlehnung an den bisherigen Text von Art. 10 KAG könnten darin die neuen Kategorien des

---

schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen haben [...] als qualifiziert, sofern (a) die Vermögensverwalterin oder der Vermögensverwalter als Finanzintermediär dem Geldwäschereigesetz vom 10. Oktober 1997 (GwG) unterstellt ist (Art. 2 Abs. 3 Bst. e GwG); (b) die Vermögensverwalterin oder der Vermögensverwalter den Verhaltensregeln einer Branchenorganisation untersteht, die von der FINMA als Mindeststandards anerkannt sind; und (c) der Vermögensverwaltungsvertrag den anerkannten Richtlinien einer Branchenorganisation entspricht».

<sup>89</sup> Siehe hierzu die entsprechende Fragestellung der FINMA-Vertriebsbericht, 42, letzter Abschnitt.

<sup>90</sup> Siehe hierzu auch oben, FN 69.

gewöhnlichen Kunden» (sog. «retail client») bzw. des «professionellen Kunden» in den Grundzügen skizziert und durch entsprechende Verweise in den verschiedenen Finanzmarktgesetzen inkorporiert werden. Diese Übergangslösung würde mit dem Erlass eines Finanzdienstleistungsgesetzes wieder obsolet.

- Ein von der FINMA propagiertes «*opting-in*» bzw. «*opting-out*» System soll es Anlegern erlauben, selber darüber zu entscheiden, ob sie von umfangreichen Schutzbestimmungen profitieren oder umgekehrt möglichst hohe Flexibilität im Anlageprozess und entsprechend grosse Produktauswahl bei relativ tiefen Kosten geniessen wollen. Dabei soll eine Wahlmöglichkeit in beiden Richtungen, also sowohl in Form einer Herabstufung des Regulierungsniveaus (ein Retailkunde will explizit als qualifizierter Anleger behandelt werden) als auch in Gestalt einer Heraufstufung (ein professioneller Kunde gibt seinen Status als qualifizierter Anleger freiwillig auf, um den umfangreicheren Schutzbestimmungen für Retailanleger unterstellt zu werden) möglich sein. Was unter der allgemeinen Prämisse der Eigenverantwortung zunächst reizvoll erscheint, dürfte allerdings besonders anfällig sein auf Missbräuche: Denkbar wäre namentlich die Konstellation, in welcher ein Berater einem Retailkunden ein «*opting-out*» (Herabstufung) mit der Aussicht auf eine attraktivere und umfassendere Produktpalette schmackhaft macht, obwohl diese für qualifizierte Anleger bestimmten Produkte in keiner Weise zum Profil dieses Kunden passen.<sup>91</sup> Um derartige Missbräuche zu verhindern, sollte sich der Gesetzgeber deshalb inhaltlich an den in Anhang II zu MiFID *Verfahrensbestimmungen zum «opting-in» bzw. «opting-out» System* zu orientieren. Diese sehen zum Schutz der Kunden für Herauf- und Herabstufungen die Einhaltung bestimmter Mindestvoraussetzungen vor. Unter Einhaltung dieser Prämisse spricht nichts dagegen, die von Gesetzes wegen geltende Segmentierung mit entsprechenden Wahlmöglichkeiten aufzuweichen.

[Rz 32] Von der neuen Kundensegmentierung sind zahlreiche Elemente der Wertschöpfungskette betroffen. Deshalb wird die Neu-Segmentierung zunächst mit einem relativ hohen Umsetzungsaufwand und -kosten verbunden sein. Dennoch sollte der Gesetzgeber dafür sorgen, dass das unterschiedliche Schutzniveau für «gewöhnliche Anleger» und für «qualifizierte Anleger» nicht nur *produktneutral*, sondern

grundsätzlich auch *dienstleistungsneutral* implementiert wird. Konkret bedeutet dies, dass nicht nur die Pflichten des Vertreibers am Point of Sale («Verhaltensregeln»), sondern auch auf die Pflichten des Emittenten von Finanzprodukten («Produktregeln») nach der neuen Kundensegmentierung abgestuft werden. Ob die Übernahme dieser Kundensegmentierung auch in weiteren Geschäftszweigen, namentlich etwa für die Versicherungsbranche, sinnvoll wäre, ist noch zu evaluieren. Zumindest denkbar wäre eine Übernahme im Bereich von anteilsgebundenen Lebensversicherungen.

### 3. Verschärfte Verhaltensregeln am Point of Sale

#### 3.1. Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA

[Rz 33] Da die überwiegende Mehrheit der Privatkunden mangels einschlägiger Kenntnisse, aber auch aufgrund von fehlendem Interesse eine eher passive Rolle in Belangen der Geldanlage annimmt, erfolgt der Vertrieb von Finanzprodukten meist einseitig auf Initiative von Finanzdienstleistern.<sup>92</sup> Die Verhältnisse am Point of Sale sind aus diesen Gründen oft von *Informations- und Machtasymmetrien* geprägt, die das geltende *Recht nur punktuell oder unzureichend ausgleicht*. Erschwerend kommt hinzu, dass aufgrund der Heterogenität der Finanzdienstleister und Vertriebsmodelle für einen Kunden im Einzelfall kaum erkennbar ist, ob ein Anbieter primär im eigenen Interesse handelt, oder ob er von Gesetzes wegen zu einer Beratung unter Berücksichtigung der individuellen Umstände verpflichtet ist. Denn im geltenden Recht bestimmt meist nicht primär die Natur der angebotenen Dienstleistung, sondern vielmehr die institutionelle bzw. rechtliche Ausgestaltung eines Anbieters über das Bestehen und das Ausmass von Informations- und Beratungspflichten gegenüber Kunden.<sup>93</sup>

[Rz 34] Zur Verbesserung der Transparenz und des Kundenschutzes fordert deshalb die FINMA die Schaffung *einheitlicher* oder zumindest *inhaltlich angemessen koordinierter Verhaltenspflichten* am Point of Sale.<sup>94</sup> Im Einzelnen werden im FINMA-Vertriebsbericht folgende Reformen erwähnt:

- Mit der Verankerung umfassender *Erkundungspflichten* soll sichergestellt werden, dass Kunden aufgrund ihres individuellen Erfahrungs- und Kenntnisstands den Kategorien der «qualifizierten Anleger» bzw. der «Retailanleger» zugewiesen werden und dass die damit korrelierenden *Beratungspflichten* kundengerecht wahrgenommen werden.<sup>95</sup> Dabei soll

<sup>91</sup> In dieser Konstellation dürfte die Motivation des Beraters für diese Empfehlung vermutlich daher rühren, dass bei den fraglichen Produkten für qualifizierte Anleger höhere Vergütungen anfallen. Es versteht sich von selbst, dass der Berater dadurch in schwerer Weise seine Treuepflicht verletzt.

<sup>92</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 28 m.w.H. Im Fachjargon spricht man in diesem Kontext von «pushing», sofern Produkte in Einzelfällen von Kunden nachgefragt werden hingegen von «pulling».

<sup>93</sup> Siehe zum Ganzen FINMA-Vertriebsbericht, 31 ff.

<sup>94</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 5, 48 ff.

<sup>95</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 48 ff.

der Grad der Interessenwahrung aufgrund der Art der Geschäftsbeziehung wie folgt abgestuft werden: Bei Anlageberatung und Vermögensverwaltung ist der Anbieter dazu verpflichtet, die Eignung einer spezifischen Anlage bzw. einer Anlagestrategie gestützt auf eine umfassende Analyse der Kenntnisse und Erfahrungen, der Anlagebedürfnisse und der finanziellen Situation eines konkreten Kunden zu prüfen (sog. *Suitability Test; Eignungsprüfung*). Im Unterschied dazu ist es bei sog. «beratungsfreien Geschäften» ausreichend, wenn lediglich die Angemessenheit einer Investition an und für sich – unbesehen der Vermögenssituation und der Anlageziele eines Kunden – evaluiert wird (*Appropriateness Test; Angemessenheitsprüfung*). Nimmt ein Dienstleister lediglich die Abwicklung eines konkreten Geschäfts vor, das der Kunde ohne vorgängige Beratung in Auftrag gegeben hat, so ist i.d.R. weder eine Eignungs-, noch eine Angemessenheitsprüfung geschuldet.<sup>96</sup>

- Die Transparenz am Point of Sale soll durch umfangreiche *Informationspflichten* verbessert werden. Auf der *Produktebene* bezieht sich die Kundeninformation primär auf die mit einem konkreten Geschäft verbundenen Gewinn- und Verlustaussichten sowie auf die dabei anfallenden Kosten. Mit Blick auf den *Dienstleister* sind Informationen zu seiner Qualifikation, seiner Funktion und zu seinem Unternehmen offenzulegen. Es besteht zudem eine vorvertragliche Aufklärungspflicht bezüglich der im jeweiligen Vertragsverhältnis geschuldeten Leistungen. Der Kern der Informationspflicht geht schliesslich dahin, Interessenkonflikte – unabhängig davon ob es sich dabei um akute oder nur potentielle Konflikte handelt – offenzulegen. Der wichtigste Anwendungsfall hiervon sind Vergütungen, die der Dienstleister im Kontext mit dem Vertrieb von Finanzprodukten entgegennimmt; diese sind zwingend und detailliert offenzulegen.<sup>97</sup>
- Schliesslich sollen die Dienstleister am Point of Sale zur Rechenschaftsablage in Form einer *Dokumentationspflicht* verpflichtet werden. Gegenstand der Aufzeichnungen bilden das Risikoprofil des Kunden und die Gründe, die zur Empfehlung eines bestimmten Produkts bzw. einer Anlagestrategie geführt haben, wobei die Gewinnaussichten und Verlustrisiken sowie die mit einer Investition bzw. Anlagestrategie verbundenen Kosten ebenfalls festzuhalten sind.<sup>98</sup>

[Rz 35] Die FINMA schlägt vor, diese Anpassungen in einem ersten Schritt rasch im Rahmen einer vom Bundesrat zu

erlassenden Verordnung («Verhaltenspflichten im Effektenhandel und im Vertrieb von Kollektivanlagen») umzusetzen. Längerfristig strebt die FINMA allerdings eine Kodifizierung in einem Finanzdienstleistungsgesetz an.<sup>99</sup>

### 3.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen

[Rz 36] Es ist kaum zu verkennen, dass die FINMA mit ihrem Massnahmenkatalog im Bereich der Verhaltensregeln am Point of Sale eine weitgehende Annäherung an die Standards von MiFID anstrebt. Dass dies aus *Kundensicht* eine *deutliche Verbesserung* gegenüber dem geltenden Recht darstellen würde, steht ausser Frage. Sehr direkte, positive Auswirkungen hätte dies insbesondere auf die Stellung der Kunden von unabhängigen Anlageberatern, zumal diese in Zukunft punkto Schutzniveau den Vermögensverwaltungskunden gleichgestellt würden. Erhöht würde jedoch auch der Schutz bei den sog. beratungsfreien Geschäften, zumal der Berater dort neu zur Vornahme einer Angemessenheitsprüfung verpflichtet würde.

[Rz 37] Prima vista erscheint auch die flächendeckende Einführung einer *Dokumentationspflicht* aus Anlegersicht von Vorteil. Allerdings ist hier vor *übertriebenen Erwartungen* zu warnen. Ob ein «paper trail», der auf die zum Anlageentscheid führenden Erwägungen des Kundenberaters beschränkt ist, die Beweislage in Haftpflichtprozessen für Kunden effektiv verbessern würde, erscheint zumindest fraglich. Zweifellos effektiver wäre es, eine *Beweislastumkehr* zugunsten der Kunden vorzunehmen oder zumindest bestimmte Beweisleichterungen in Form gesetzlicher Vermutungen zu verankern (unten, III. 5.). Zuzustimmen ist der FINMA jedoch dahingehend, dass die gesetzliche Verankerung einer umfassenden *Protokollpflicht für Beratungsgespräche* kaum sinnvoll wäre.<sup>100</sup> Die bisherigen Erfahrungen mit der in Deutschland seit 1. Januar 2010 geltenden Protokollpflicht<sup>101</sup>

<sup>99</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 64.

<sup>100</sup> Der FINMA-Vertriebsbericht, 54, weist im Gegenteil darauf hin, dass eine Protokollpflicht von Beratungsgesprächen kaum dazu beiträgt, die Beweisprobleme von Kunden zu mindern. Vgl. hierzu aber die Motion Nr. 10.3397 von Nationalrätin SUSANNE LEUTENEGGER OBERHOLZER vom 9. Juni 2010, «Schutz für Kleinanlegerinnen und -anleger. Beratungsprotokoll für Anlagegespräche».

<sup>101</sup> Die neu in § 34a WpHG i.V.m. § 14 Abs. 6 WpDVerOV verankerte Protokollpflicht wurde mit dem Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung vom 31. Juli 2009 (BGBl 2009 I Nr. 50 vom 4. August 2009) eingeführt; sie ergibt sich nicht aus den supranationalen Vorgaben von MiFID. Allerdings haben auch weitere Mitgliedstaaten ähnliche, die Standards von MiFID übersteigende Bestimmungen in Kraft gesetzt: So müssen etwa in Frankreich Telefongespräche mit Kunden aufgezeichnet und mindestens 6 Monate lang aufbewahrt werden; in Grossbritannien sind Berater beim Vertrieb von Lebens- und Rentenversicherungen zur Erstellung von sog. «suitability reports» verpflichtet.

<sup>96</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 50 ff.

<sup>97</sup> Zum Ganzen siehe FINMA-Vertriebsbericht, 51 ff.

<sup>98</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 53 f.

sind bisher durchwegs ernüchternd;<sup>102</sup> Verbraucherschützer gehen tendenziell sogar davon aus, dass die Protokollpflicht letztlich eher die Position der Finanzinstitute stärkt, zumal die Protokolle von einschlägig geschulten Beratern verfasst werden und Kunden kaum über das erforderliche Know-how für eine kritische Überprüfung verfügen. Eine lückenlose Beweiskette liesse sich selbstverständlich bei einer *systematischen Aufzeichnung* von Beratungsgesprächen mittels Video etablieren; allerdings dürften nicht zuletzt auch die Kunden wenig Sympathie für eine derartige «Überwachung» empfinden.

[Rz 38] Was die *Finanzdienstleistungsindustrie* betrifft, so wird das Urteil über die Reformpostulate der FINMA angesichts der Heterogenität der Branche sehr unterschiedlich ausfallen: Grössere Bankinstitute, die im grenzüberschreitenden Privatkundengeschäft tätig sind, dürften die Pläne der FINMA kaum aus der Ruhe bringen, zumal diese ihre Beratungsprozesse im Kundengeschäft schon vor einiger Zeit an die Standards von MiFID angepasst haben. Investment Suitability dürfte hier für alle Kundenberater bereits zum «courant normal» gehören. Den kleineren, nur im Binnengeschäft tätigen Banken sowie den unabhängigen Vermögensverwaltern und Anlageberatern steht hingegen ein eigentlicher Paradigmenwechsel bevor: Beratungsprozesse werden grundlegend überprüft, hinterfragt und neu aufgesetzt werden müssen. Weil im Bereich der Anlageberatung die gesamte Wertschöpfungskette von den Reformvorschlägen betroffen ist, muss mit beträchtlichen Umsetzungskosten und langwierigen, personalintensiven Anpassungsprozessen gerechnet werden.

[Rz 39] Ohne den bei der Umsetzung anfallenden Aufwand beschönigen zu wollen, gilt es nicht ausser Acht zu lassen, dass sich aus der Implementierung der neuen Verhaltensregeln auch *positive Effekte* für die Finanzbranche ergeben werden: Denn eine konsequente Umsetzung der Verhaltenspflichten dient der *Vorbeugung zivilrechtlicher Verfahren* und trägt somit auch zum *Reputationsschutz* eines Instituts bei.<sup>103</sup> Insbesondere aber könnte eine weitgehende Harmonisierung mit den Standards von MiFID die festgefahrene Diskussion um den EU-Marktzugang für Schweizer Finanzdienstleister wieder in Gang bringen. Denn fairerweise muss man der EU zugute halten, dass das Regulierungsniveau für externe Vermögensverwalter und Anlageberater heute in der Schweiz deutlich tiefer ist. Wenn dieser «regulatory gap» mit der von der FINMA skizzierten Reform gefüllt werden könnte, dann wäre für die Zukunft der unabhängigen Vermögensverwalter Einiges gewonnen (unten, Ziff. III. 4.).

<sup>102</sup> Wie eine entsprechende Markterhebung der BaFin jedoch gezeigt hat, ist die praktische Umsetzung der seit 1. Januar 2010 geltenden Protokollpflicht bisher nur mangelhaft erfolgt. Vgl. hierzu die BaFin-Pressemitteilung vom 4. Mai 2010.

<sup>103</sup> So etwa die Einschätzung von STEPHAN GEIGER, Umsetzung der MiFID in der Schweiz, in: Jusletter 17. Januar 2011, N 79 f.

[Rz 40] Dass die neuen Verhaltensregeln mit dem Ziel einer zügigen Umsetzung vorerst im Rahmen einer bundesrätlichen Verordnung implementiert werden sollen, ist aus pragmatischen Gründen zu unterstützen. Das entbindet Bundesrat und Parlament aber nicht davon, die Arbeiten für das dringend erforderliche Finanzdienstleistungsgesetz so bald als möglich an die Hand zu nehmen. Denn die von der FINMA skizzierte, bundesrätliche «*Verordnung zu Verhaltenspflichten im Effektenhandel und beim Vertrieb von Kollektivanlagen*» wird nur für prudentiell beaufsichtigte Institute Anwendung finden. Für eine Statuierung entsprechender Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter und Anlageberater hingegen sind vorerst die erforderlichen gesetzlichen Grundlagen zu schaffen.

### 3.3 Überwachung durch Mystery Shopping

[Rz 41] Angeregt durch entsprechende Tests der Schweizer Stiftung für Konsumentenschutz (SKS)<sup>104</sup> erwägt die FINMA den Einsatz sog. «Mystery Shoppers», um die Einhaltung der Verhaltensregeln am Point of Sale konsequent zu überprüfen.<sup>105</sup> Der schillernde Begriff «*Mystery Shopping*» steht für ein Verfahren, das ursprünglich zur Qualitätskontrolle im Dienstleistungsbereich entwickelt wurde, heute aber auch in diversen anderen Bereichen, namentlich etwa in der Lebensmittelkontrolle, eingesetzt wird. Es charakterisiert sich dadurch, dass einschlägig geschulte Testpersonen ein Kundenverkaufsgespräch simulieren, um gestützt auf die gemachten Beobachtungen Verbesserungsmöglichkeiten aufzuzeigen.

[Rz 42] Wie eine *rechtsvergleichende Analyse* zeigt, sind verschiedene ausländische Aufsichtsbehörden bereits dazu übergegangen, die Einhaltung aufsichtsrechtlicher Vorgaben anhand von «Mystery Shopping» zu überwachen:

- In *England* und in *Irland* gehört «Mystery Shopping» bereits seit mehreren Jahren zu den gängigen Aufsichtsinstrumenten: Es wird seit 2006 von der britischen Financial Services Authority (FSA)<sup>106</sup> und seit 2007 auch von der irischen Aufsichtsbehörde regelmässig eingesetzt.<sup>107</sup>
- Auch in *Asien* scheint «Mystery Shopping» als aufsichtsrechtliches Instrument immer mehr Fuss zu fassen: Seit 2009 setzt die Monetary Authority von *Singapur* (MAS) «Mystery Shopping» gezielt dafür ein, um faire Geschäftspraktiken für Kunden

<sup>104</sup> Im März 2010 hat die Schweizer Stiftung für Konsumentenschutz (SKF) die Verkaufsmethoden in rund einem Dutzend Banken mittels «Mystery Shopping» überprüft. Siehe hierzu ROBERT MAYER, Höchst umstrittener Einsatz von verdeckten Ermittlern gegen Banken, Tages-Anzeiger online vom 28. Dezember 2010.

<sup>105</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 65 f.

<sup>106</sup> Siehe hierzu etwa FSA, A Guide to Mystery Shopping in Retail Financial Services, 2006.

<sup>107</sup> Die Resultate des «Mystery Shopping» sind auf der Website des Financial Regulator, der irischen Aufsichtsbehörde, online abrufbar.

sicherzustellen.<sup>108</sup> Im gleichen Jahr hat die *Hong Kong Securities and Futures Commission* (HKSF) in ihrem Untersuchungsbericht zum Schadenfall «Lehman» der Regierung den Einsatz der «Mystery Shopping»-Methode empfohlen, um in Zukunft eine effektivere Überprüfung der Einhaltung der Verhaltensregeln durch die Finanzindustrie sicherzustellen.<sup>109</sup> Im August 2010 wurde nun ein erstes «Mystery Shopping» in Hong Kong durchgeführt.<sup>110</sup>

- Ende Dezember 2010 hat die Deutsche Verbraucherministerin Ilse Aigner den systematischen Einsatz sog. «Mystery Shopper» durch die deutsche Aufsichtsbehörde BaFin im kommenden Jahr angekündigt.<sup>111</sup> In *Deutschland* ist allerdings nicht unumstritten, ob überhaupt eine *gültige Rechtsgrundlage* für den Einsatz von «Mystery Shopping» als Instrument der Finanzmarktaufsicht besteht.<sup>112</sup>

[Rz 43] Es steht ausser Frage, dass «Mystery Shopping» ein sehr effektives Beurteilungsinstrument darstellt. Kaum eine andere Methode dürfte einer Aufsichtsbehörde deutlicher aufzeigen, wie die Verhaltenspflichten am Point of Sale tatsächlich umgesetzt werden. Zudem geht von diesem Instrument eine positive Präventivwirkung aus, welche zu einer höheren Compliance mit aufsichtsrechtlichen Standards und insgesamt wohl auch zu einer besseren Beratungsqualität führen dürfte. Schliesslich ergeben sich aus den Resultaten des «Mystery Shopping» konkrete Hinweise für die Finanzinstitute dafür, in welchen Bereichen Kundenberater gezielt geschult werden müssen.

<sup>108</sup> MAS, Guidelines on fair Dealing, Board and senior management responsibilities for delivering fair dealing outcomes to customers, 3. April 2009, 3, Ziff. 9.

<sup>109</sup> HKSF, Issues raised by the Lemans Minibond crisis, Report to the Financial Secretary, Dezember 2008, 46 f.

<sup>110</sup> Mit Zirkular vom 16. August 2010 hat die Hong Kong Monetary Authority (HKMA) die lokalen Bankinstitute in einem Rundschreiben darüber informiert, dass sie zur Überprüfung der Einhaltung des Banking Practice Code einen Drittanbieter mit der Durchführung eines breit angelegten «Mystery Shopping»-Programms beauftragt habe.

<sup>111</sup> Handelsblatt-Interview mit Ministerin Aigner vom 27. Dezember 2010. Siehe hierzu auch: Handelsblatt online vom 27. Dezember 2010, Verdeckte Ermittler: Ministerin Aigner will Banken stärker überwachen sowie Postulate der Deutschen Bundesverbraucherzentrale zur Verwirklichung der Verbraucherschutzziele in der Finanzaufsicht vom 13. September 2010.

<sup>112</sup> Anlässlich einer Pressekonferenz der Bundesregierung vom 27. Dezember 2010 wurde diese Frage unter Verweis auf § 4 WpHG im Grundsatz bejaht. In § 4 WpHG sind sämtliche Aufsichtskompetenzen der BaFin verankert. Gestützt auf Ziff. 11 dieser Bestimmung kann die BaFin «zur Erfüllung ihrer Aufgaben auch Wirtschaftsprüfer oder Sachverständige bei Ermittlungen oder Überprüfungen einsetzen». Vermutlich würde dieser Passus als gesetzliche Grundlage für den Einsatz von «Mystery Shoppern» zur Anwendung kommen. Anlässlich der soeben erwähnten Pressekonferenz wurde mit Blick auf die konkrete Implementierung dahingehend orientiert, dass die BaFin nicht eigene Mitarbeiter als «Testkunden» einsetzen, sondern externe Mitarbeiter zur Durchführung der Qualitätskontrollen einsetzen werde.

[Rz 44] Diesen Vorteilen stehen allerdings gewichtige rechtsstaatliche Bedenken gegenüber, zumal eine Überprüfung durch «Mystery Shopping» einen relativ schwerwiegenden Eingriff in die Rechte beaufsichtigter Institute darstellt: Unlängst hat sich die Schweizerische Bankiervereinigung in der Presse dahingehend geäussert, dass es «rechtsstaatlich nicht zulässig» wäre, «Mystery Shopping» lediglich durch Anpassungen auf Verordnungsstufe einzuführen. De lege lata fehle eine «ausreichende Gesetzesgrundlage für den Einsatz verdeckter Ermittler [...], wenn keine konkreten Verdachtsmomente [vorlägen].»<sup>113</sup>

[Rz 45] Folgende Überlegungen stützen allerdings die Auffassung der FINMA, wonach das FINMAG bereits ausreichende gesetzliche Grundlagen für den Einsatz von «Mystery Shopping» bereithält:<sup>114</sup>

- Es wäre zunächst denkbar, dass derartige Tests im Rahmen von sog. *Vorabklärungen* durchgeführt werden könnten.<sup>115</sup> Vorabklärungen sind informelle Verwaltungshandlungen, die nach gefestigter Verwaltungspraxis namentlich etwa dann zulässig sind, wenn es um die Erhärtung eines Anfangsverdachts im Hinblick auf die anschliessende Einleitung eines eingreifenden Verwaltungsverfahrens wegen Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen geht.<sup>116</sup> In Abweichung von der allgemeinen Regel von Art. 30 FINMAG, wonach eine Verfahrenseröffnung den Parteien anzuzeigen ist, muss bei Vorabklärungen zufolge Verdunkelungsgefahr eine Mitteilung an die betroffenen Akteure unterbleiben.<sup>117</sup> Besuche durch «Mystery Shoppers» müssten den betroffenen Instituten somit nicht im Voraus angezeigt werden. Und selbst wenn der Einsatz von «Mystery Shoppern» bereits als eingreifendes Verwaltungsverfahren qualifiziert würde, könnte ein betroffenes Institut aus einer *unterbliebenen Orientierung* durch die FINMA keine Rechte ableiten; Art. 30 FINMAG gilt nämlich lediglich als Ordnungsvorschrift.<sup>118</sup>

<sup>113</sup> ROBERT MAYER, Höchst umstrittener Einsatz von verdeckten Ermittlern gegen Banken, Tages-Anzeiger online vom 28. Dezember 2010.

<sup>114</sup> Die FINMA erwähnt in diesem Kontext namentlich die Bestimmung über den Einsatz von Untersuchungsbeauftragten sowie die allgemeinen Auskunfts- und Editionsrechte. Siehe hierzu FINMA-Vertriebsbericht, 65.

<sup>115</sup> Vorabklärungen gehen einem eingreifenden Verwaltungsverfahren zeitlich voraus und sind dem sog. «informellen Verwaltungshandeln» zuzuordnen. Siehe hierzu statt Vieler: URS ZULAUF/DAVID WYSS/DANIEL ROTH, Finanzmarktenforcement, Eingreifende Verwaltungsverfahren der Eidg. Bankenkommision zur Durchsetzung des Banken-, Börsen-, Kollektivanlagen- und Geldwäschereigesetzes und Ausblick auf das Finanzmarktaufsichtsgesetz, Bern 2008, 111.

<sup>116</sup> KATJA ROTH PELLANDA, Kommentierung von Art. 30 FINMAG, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz, Basel 2010, N 7 f.

<sup>117</sup> ROTH PELLANDA (FN 116), Art. 30 FINMAG N 7 f.

<sup>118</sup> ROTH PELLANDA (FN 116), Art. 30 FINMAG N 19 unter Verweis auf BGer vom 16. Juni 2009, 2C-749/2008, E. 2.1). Die Möglichkeiten der FINMA zur

- Nicht hinreichend klar ist, wann ein hinreichender *Anfangsverdacht* vorliegt, um das Tätigen von Vorabklärungen zu rechtfertigen. Als Quellen von Verdachtsmomenten kommen – abgesehen von den eigenen Feststellungen der FINMA im Rahmen ihrer allgemeinen Aufsichtstätigkeit – insbesondere Hinweise von Behörden, aber auch von Privaten in Frage.<sup>119</sup> Grundsätzlich wäre es also denkbar, dass die FINMA gestützt auf Beobachtungen des Bankombudsmans und von Konsumentenorganisationen oder auf konkrete Rückmeldungen von Kunden hin tätig werden könnte. Um den Grundsatz der Verhältnismässigkeit nicht allzu sehr zu strapazieren, darf das Bestehen eines Anfangsverdachts jedoch nicht leichthin angenommen werden. Unter dieser Prämisse wäre es wohl eher unzulässig, wenn die FINMA im heutigen Zeitpunkt «Mystery Shoppers» gezielt in jene Institute entsenden würde, welche in der von der SKS<sup>120</sup> vor rund einem Jahr durchgeführten Testserie besonders schlecht abgeschnitten haben. «Mystery Shopper» sollten daher nur dann eingesetzt werden dürfen, wenn nach wie vor eine gewisse zeitliche Nähe zu den verdächtigen Vorkommnissen vorliegt.
- Aufgrund der beschränkten personellen Ressourcen, aber auch aufgrund der besonderen Natur von «Mystery Shopping» ist kaum anzunehmen, dass Mitarbeitende der FINMA als «Mystery Shopper» vor Ort entsendet würden. Um Einiges wahrscheinlicher wäre der Einsatz von *Untersuchungsbeamten* im Sinne von Art. 36 FINMAG.<sup>121</sup> Der «Einsatzbereich» von Untersuchungsbeamten ist jedoch dahingehend beschränkt, als sie nur zur Abklärung eines Sachverhalts bei einem «Beaufsichtigten» i.S.d. Legaldefinition von Art. 3 FINMAG<sup>122</sup> eingesetzt werden können (Art. 36 Abs. 1 FINMAG). Das bedeutet, dass *de lege lata* ein Einsatz bei einem externen Vermögensverwalter oder bei einem unabhängigen Anlageberater mangels Beaufsichtigung nicht in Frage käme<sup>123</sup>,

es sei denn, es läge gleichzeitig eine Bewilligung als Vertriebsträger nach KAG vor.

[Rz 46] Selbst wenn einige Gründe dafür sprechen, dass «Mystery Shopping» bereits *de lege lata* als Aufsichtsinstrument rechtmässig eingesetzt werden dürfte, bleibt eine gewisse Unsicherheit. Das hat nicht zuletzt auch damit zu tun, dass eine Reihe *grundlegender Fragen* noch der Klärung bedürfen. Ungeklärt ist namentlich etwa, ob und unter welchen Voraussetzungen Resultate einer «Mystery Shopping»-Untersuchung der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden dürfen. Dass ein Einsatz von «Mystery Shopping» deshalb vorerst noch geeigneter Umsetzungsmassnahmen bedürfte, dessen ist sich auch die FINMA sehr wohl bewusst.<sup>124</sup>

[Rz 47] Als rechtsstaatlich unbedenkliche, *alternative Regulierungsoption* käme allenfalls eine *Pflicht zur Selbstkontrolle via «Mystery Shopping»* in Frage. Gestützt darauf müssten die Einheiten am Point of Sale selber regelmässige Qualitätskontrollen in Form von «Mystery Shopping» bei ihren Kundenberatern durchführen. Die Häufigkeit und der Umfang derartiger Qualitätskontrollen wäre von der FINMA aufgrund der Grösse der jeweiligen Institute bzw. basierend auf der Anzahl der im Kundenberatungsgeschäft tätigen Angestellten festzulegen. Die FINMA könnte sodann die Prüfungsgesellschaften anweisen, die Testresultate im Rahmen von Schwerpunktprüfungen zu analysieren oder diese zumindest stichprobeweise zu prüfen und der FINMA darüber Bericht zu erstatten.

## 4. Registrierungspflicht für externe Vermögensverwalter und Anlageberater

### 4.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA

[Rz 48] Anders als im umliegenden europäischen Ausland<sup>125</sup> sind externe Vermögensverwalter und Anlageberater in der Schweiz *weder umfassend reguliert, noch* einer prudentiellen, staatlichen *Aufsicht unterstellt*.<sup>126</sup> Unter diesen extrem liberalen Verhältnissen hat sich über die Jahre eine von Mikrostrukturen geprägte Branche mit Klein- und Kleinstbetrieben entwickelt, die auf jegliche regulatorische Mehrbelastung äusserst sensibel reagiert.<sup>127</sup> Weil die Einführung einer

Anordnung von Massnahmen werden davon nicht berührt. Siehe hierzu ZULAUF/WYSS/ROTH, 111.

<sup>119</sup> ROTH PELLANDA (FN 116), Art. 30 FINMAG N 4 m.w.H.

<sup>120</sup> Siehe hierzu oben, FN 104.

<sup>121</sup> Siehe hierzu oben, FN 112, mit Blick auf die analoge Situation bei der deutschen BaFin.

<sup>122</sup> Darunter fallen sämtliche «Personen, die nach den Finanzmarktgesetzen eine Bewilligung, eine Anerkennung, eine Zulassung oder eine Registrierung» der FINMA benötigen, sowie die kollektiven Kapitalanlagen und die Prüfungsgesellschaften.

<sup>123</sup> Hier zeigt sich einmal mehr, wie störend die fehlende prudentielle Aufsicht über unabhängige Vermögensverwalter und Anlageberater ist. Denn materiell unterstehen unabhängige Vermögensverwalter und Anlageberater einer Vielzahl aufsichtsrechtlicher Vorgaben, für deren Einhaltung sie aber nur ungenügend überwacht werden können, weil sie rein formal nach wie vor nicht als Beaufsichtigte gelten. Zu dieser Problematik siehe unten, Ziff. III. 4.

<sup>124</sup> So explizit auch FINMA-Vertriebsbericht, 65 f.

<sup>125</sup> Die sog. Portfolioverwaltung wird als Wertpapierdienstleistung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 9 MiFID erfasst. Vermögensverwalter dürfen deshalb nur dann in der EU tätig sein, wenn sie über eine Zulassung ihres Herkunftsmitgliedstaates als Wertpapierfirma i.S.v. Art. 1 MiFID verfügen und zudem die regulatorischen Vorgaben von MiFID – namentlich die in Art. 9 MiFID verankerten Wohlverhaltensregeln – einhalten.

<sup>126</sup> Siehe hierzu eingehend URS ZULAUF/OLIVER ZIBUNG, Aufsichtsregeln zur Vermögensverwaltung in der Schweiz – Status Quo und Ausblick, ZSR 2008 I, 9 ff., 15 ff., 34.

<sup>127</sup> Nach neuesten empirischen Studien ist der Parabankenbereich der Schweiz – wozu unter anderem auch die externen Vermögensverwalter und Anlageberater zählen – durch Klein- und Kleinstfirmen bis maximal 5



prudentiellen Aufsicht unweigerlich zu einer tiefgreifenden Strukturbereinigung in der Branche führen würde, hat den politischen Entscheidungsträgern bisher der Mut für klare regulatorische Schritte gefehlt.<sup>128</sup> Und so harrt das Problem nach wie vor einer Lösung. Fest steht, dass der Status Quo primär mit Blick auf die Sicherstellung des Kundenschutzes am Point of Sale, aber auch aus Wettbewerbsgesichtspunkten unbefriedigend ist.

[Rz 49] Nach einem ersten, behelfsmässigen regulierenden Eingriff im Rahmen des FINMA-Rundschreibens 2009/1<sup>129</sup>, mit welchem sektoriell geltende Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter im Kontext mit kollektiven Kapitalanlagen eingeführt wurden,<sup>130</sup> fordert die FINMA nun jedoch die Entwicklung eines *kohärenten Ansatzes in der Aufsicht* über unabhängige Vermögensverwalter und Anlageberater:

- Im FINMA-Vertriebsbericht wird zu diesem Zweck die Einführung einer *Registrierungspflicht* für nicht prudentiell beaufsichtigte Finanzdienstleister propagiert.<sup>131</sup> Die Registrierung soll vom Nachweis bestimmter *Mindestanforderungen* abhängig gemacht werden: Konkret verlangt die FINMA einen durch Straf- und Betreibungsregistrauszug nachzuweisenden, guten Leumund, organisatorische Vorkehrungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und den Nachweis «eines gewissen Kenntnis- und Erfahrungsstands im Bereich der zu erbringenden

---

Mitarbeitern geprägt. So unlängst bestätigt in: BEAT BERNET/MATTHIAS HOFFMANN/ANDREAS MATTIG, Der Schweizer Parabankbereich – Bestandesaufnahme und strategische Herausforderungen, Studie im Auftrag des VQF, St. Gallen 2009, 7, 11 und insbes. 28 ff. Umfasst der Parabankbereich insgesamt rund 12'000 – 15'000 Mitarbeitende in rund 6700 Unternehmen, so gehen Schätzungen einer Studie aus dem Jahr 2006 davon aus, dass es in der Schweiz rund 2600 unabhängige Vermögensverwalter gibt. Siehe hierzu: HANS GEIGER/CHRISTIAN BÜHRER, Etablierte unabhängige Vermögensverwalter – 500 Milliarden Franken an betreuten Geldern, NZZ Nr. 43 vom 21. Februar 2006, 25.

<sup>128</sup> Die Frage, ob und inwieweit es regulierende Eingriffe in den Markt für unabhängige Vermögensverwalter braucht, wurde in der Schweiz seit Beginn der 1990er-Jahre immer wieder erörtert. Letztmals hat sich der Bundesrat im Nachgang zu den Arbeiten der Expertenkommissionen ZUFFEREY und ZIMMERLI im Jahr 2005 mit dieser Frage befasst, damals aber beschlossen, «bis auf Weiteres» auf die Einführung einer prudentiellen Aufsicht zu verzichten (Medienmitteilung des Bundesrates, 19. Oktober 2005). Für eine Darstellung der aktuellen Herausforderungen der Schweizer Vermögensverwaltungsbranche siehe Schweizerische Bankiervereinigung, Das Schweizer Vermögensverwaltungsgeschäft, Eine Bestandesaufnahme und Entwicklungstrends, Februar 2011.

<sup>129</sup> FINMA-Rundschreiben 2009/1, Eckwerte zur Vermögensverwaltung: Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard, 18. Dezember 2008.

<sup>130</sup> Für eine kritische Analyse siehe FRANCA CONTRATTO, Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter nach FINMA-Rundschreiben 2009/1: Nährboden für strukturelle Vollzugsdefizite?, SZW 5/2010, 341 ff., 350 ff.

<sup>131</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 35, 54 ff., 70.

Finanzdienstleistungen».<sup>132</sup> Zur Sicherstellung eines angemessenen Haftungssubstrats will die FINMA zudem eine Pflicht zum Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung vorsehen, wobei der Nachweis eigener, liquider Mittel als Substitut an deren Stelle treten könnte.<sup>133</sup>

- Die soeben erwähnten Mindestvoraussetzungen würden im Sinne eines «*Führerscheinprinzips*»<sup>134</sup> einmalig geprüft. Eine laufende Überwachung im Sinne einer prudentiellen Aufsicht will die FINMA hingegen nicht vorsehen, «um keine allzu rigide und kostenintensive Aufsicht über die Einheiten am Point of Sale zu errichten».<sup>135</sup> Die FINMA erwähnt jedoch am Rande, dass die Einhaltung der Verhaltenspflichten am Point of Sale auch bei jenen Dienstleistern *punktuell überprüft* würde, die keiner prudentiellen Aufsicht unterstünden; zudem werde bei Verstössen aufsichtsrechtlich eingeschritten.<sup>136</sup>
- Schliesslich stellt die FINMA interessierten Vermögensverwaltern die Möglichkeit einer freiwilligen Unterstellung unter eine prudentielle Aufsicht in Aussicht.<sup>137</sup> Sie reagiert damit auf das Drängen der Vermögensverwaltungsbranche,<sup>138</sup> welche ihren Zugang zu wertschöpfungsintensiven Tätigkeiten in den umliegenden europäischen Märkten aufgrund der sich stetig verschärfenden EU-Regulierung zunehmend gefährdet sieht.<sup>139</sup> Zu den Voraussetzungen dieser «freiwilligen Unterstellung» äussert sich die FINMA jedoch nicht konkret; sie verweist nur auf die Einhaltung «genügend hohe[r] Standards».<sup>140</sup>

[Rz 50] Das von der FINMA vorgeschlagene, neue Aufsichtskonzept für externe Vermögensverwalter und Anlageberater resultiert somit in einer «*Zweiteilung*»: Differenziert wird nach Anbietern, welche lediglich einer Registrierungspflicht, nicht aber einer dauerhaften Aufsicht unterstehen einerseits und nach (freiwillig) prudentiell beaufsichtigten Dienstleistern andererseits.<sup>141</sup>

## 4.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen

[Rz 51] Dass die FINMA eine unliebsame und darüber hinaus politisch hochsensible Pendeuz, die der Bundesrat im Jahr 2005 einmal mehr auf die lange Bank geschoben hat,<sup>142</sup> beherzt anpacken will, verdient zunächst einmal *Lob*. Mit ihrer Forderung nach der Einführung einer «rudimentären Eintrittsschwelle» zur Aufnahme einer Tätigkeit auf dem Finanzmarkt, wie man sie bereits etwa im Bereich der Revisoren<sup>143</sup> oder der unabhängigen Versicherungsvermittler<sup>144</sup> kennt, unternimmt die FINMA Schritte, die das Qualitätsniveau in der Vermögensverwaltungsbranche sicherlich erhöhen und damit auch den Anleger- und Kundenschutz verbessern werden.

[Rz 52] Besonders positiv hervorzuheben ist dabei der Ansatz der FINMA, in Zukunft höhere Anforderungen an die *Aus- und Weiterbildung* der Anbieter von Beratungs- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen zu stellen.<sup>145</sup> Es dürfte Sinn machen, hierfür einen zertifizierten Ausbildungslehrgang zu konzipieren, Lizenzen für Ausbildungsstätten zu vergeben und dort einheitliche Examen abnehmen zu lassen, wie dies heute bereits im Bereich der unabhängigen Versicherungsvermittler der Fall ist.<sup>146</sup> Zwischen den Zeilen lässt sich herauslesen, dass die FINMA in Erwägung zieht, derartige Aus- und Weiterbildungspflichten auch auf sog. gebundene Berater, die für prudentiell beaufsichtigte Institute an der «Kundenfront» tätig sind, auszudehnen.<sup>147</sup> Sowohl aus Gründen des Anlegerschutzes, als auch aus Gründen der Gleichbehandlung wäre ein solcher Ansatz nur zu begrüssen, zumal die prudentielle Aufsicht über ein Institut für sich alleine noch keinen Garant für eine qualitativ hochstehende Point-of-Sale Einheit darstellt. Ähnliche Schritte zur Qualitätssicherung durch Anforderungen punkto Aus- und

<sup>132</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 56.

<sup>133</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 56.

<sup>134</sup> Zu dieser Metapher siehe unten, FN 153.

<sup>135</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 55 f.

<sup>136</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 56 (i.f.).

<sup>137</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 56.

<sup>138</sup> Siehe hierzu etwa die FINMA-Medienmitteilung vom 15. Februar 2011, Vermögensverwaltungsbranche im Wandel.

<sup>139</sup> Den Druck, sich einer prudentiellen Aufsicht zu unterstellen, hat sich für externe Vermögensverwalter aus der Schweiz, welche insbesondere auch alternative Investmentfonds aus dem EU-Raum verwalten und/oder vertreiben, mit der am 10. November 2010 erlassenen AIFM-Richtlinie (AIFMD) massiv erhöht. Siehe hierzu FINMA-Medienmitteilung vom 15. Februar 2011 (FN 138). Zur AIFMD siehe unten, Ziff. III. 6.2., insbes. FN 190.

<sup>140</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 56.

<sup>141</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 55, 57.

<sup>142</sup> Siehe hierzu oben, FN 128.

<sup>143</sup> Siehe hierzu Art. 4 und Art. 5 RAG.

<sup>144</sup> Siehe hierzu Art. 44 VAG.

<sup>145</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 55. Damit wird auch eine gewisse Harmonisierung mit den Voraussetzungen für eine Registrierung als ungebundener Versicherungsvermittler erreicht; letztere müssen nach Art. 44 Abs. 1 lit. a VAG den Nachweis einer «genügenden beruflichen Qualifikation» erbringen.

<sup>146</sup> Siehe hierzu etwa das FINMA-Prüfungsreglement zur Erlangung der beruflichen Qualifikation für Versicherungsvermittler vom 1. Januar 2009

<sup>147</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 56, erster Abschnitt, i.f.

Weiterbildung von Beratern haben unlängst auch Deutschland<sup>148</sup> und Grossbritannien<sup>149</sup> unternommen.

[Rz 53] Auch die übrigen, von der FINMA als «Eintrittsschwelle» bezeichneten Registrierungs Voraussetzungen machen Sinn: Sowohl die Pflicht zum Abschluss einer *Berufshaftpflichtversicherung* als auch die *Organisationspflichten* zur Verhinderung von Interessenkonflikten erhöhen direkt das Schutzniveau für die Kunden. Gleichzeitig handelt es sich hier um Vorgaben, die sich mit einem vernünftigen Aufwand erfüllen lassen. Es besteht daher keine Gefahr, dass sich dadurch eine eigentliche Marktzutrittschranke für die Mehrheit der heutigen Branchenangehörigen entwickeln könnte.<sup>150</sup>

[Rz 54] Weit *hinter den Erwartungen zurück* bleibt das von der FINMA vorgeschlagene Regulierungs- bzw. Aufsichtskonzept jedoch deshalb, weil es nur eine einmalige, mithin punktuelle Beurteilung registrierter Finanzdienstleister vorsieht. Die FINMA erwägt zwar immerhin, Registrierte dazu zu verpflichten, die für die Registrierung erforderlichen Dokumente nach Ablauf einer bestimmten Zeitspanne erneut einzureichen.<sup>151</sup> Dennoch sieht das Konzept der FINMA *keine «laufende Beaufsichtigung»* vor.<sup>152</sup> Etwas diffus wird in diesem Kontext im FINMA-Vertriebsbericht zwar ergänzt, die Einhaltung der Verhaltensregeln durch die Registrierten unterstehe «einer mindestens punktuellen Überprüfung»; zudem werde bei Verstössen «aufsichtsrechtlich eingeschritten». Wer für diese regelmässigen Aufsichtshandlungen zuständig ist und welche Aufsichtsinstrumente bzw. Sanktionen in diesem Zusammenhang zum Einsatz kommen könnten,

<sup>148</sup> Nach dem neuen Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG; siehe hierzu oben, FN 21) müssen die mit Beratungs- und Vertriebsdienstleistungen betrauten Mitarbeiter von Finanzinstituten (sog. gebundene Berater) neu in einem von der BaFin verwalteten «Beraterregister» verzeichnet werden, wobei ein Eintrag nur bei Nachweis einer mindestens fünfjährigen Berufserfahrung möglich ist. Für unabhängige Anlageberater zeichnen sich sogar noch strengere Vorgaben ab: Ein im April 2011 publizierter Entwurf eines Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagegesetzes sieht vor, dass unabhängige Finanzanlagenvermittler ihre Qualifikation in Zukunft durch eine Prüfung oder eine entsprechende Berufsausbildung nachweisen müssen. Zudem besteht die Pflicht zum Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung.

<sup>149</sup> Ab 2013 müssen Berater, die im Retailsegment tätig sind, einen als «Statement of Professional Standing» bezeichneten Qualifikationsnachweis vorweisen können, welcher bestätigt, dass sie die für ihre Tätigkeit erforderlichen Qualifikationen erfüllen.

<sup>150</sup> Zu den Auswirkungen der Regulierung auf die Marktstruktur unabhängiger Vermögensverwalter siehe BERNET/HOFFMANN/MATTIG (FN 127), 62, 71. Nach diesen Einschätzungen wird es längerfristig zu einem Verschwinden der mittelgrossen Unternehmen kommen.

<sup>151</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 85 FN 164. Die Überlegung der FINMA macht Sinn, zumal gerade etwa der Nachweis eines guten Leumunds nur unwesentlichen Nutzen hat, sofern er nicht in regelmässigen Abständen erneuert wird. Zu überlegen wäre, ob dieser Nachweis aus Transparenzgründen nicht sogar den Kunden gegenüber offen zu legen wäre. Dieselbe Problematik stellt sich mit Blick auf die als Alternative zu einer Berufshaftpflichtversicherung nachzuweisenden liquiden Mittel.

<sup>152</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 56.

darüber schweigt sich der FINMA-Vertriebsbericht hingegen aus. Angesichts der personell deutlich beschränkten Ressourcen der Aufsichtsbehörde ist deren Zurückhaltung vor der Übernahme einer derartigen Herkulesaufgabe zwar durchaus nachvollziehbar. Umgekehrt stellt die Statuierung neuer Anlegerschutzbestimmungen ohne die gleichzeitige Schaffung entsprechender Strukturen im Bereich von Aufsicht und Enforcement nichts mehr als ein regulatorisches Feigenblatt dar. Das von der FINMA angedachte Konzept der Registrierungspflicht wird ab und zu auch mit dem «Führerscheinprinzip» verglichen;<sup>153</sup> anders als im Strassenverkehr fehlt hier aber ganz eindeutig ein klares Vollzugskonzept mit institutionellen Strukturen, welche – analog zur Strassenverkehrspolizei und den Strafverfolgungsbehörden – eine stete Überwachung und eine entsprechende Sanktionierung im Fall der Wiederhandlung sicherstellen. Ob sich ohne entsprechende «Drohkulisse» in Form einer sanktionsbefugten Aufsichtsbehörde effektiv ein verbesserter Kundenschutz am Point of Sale erreichen lässt, bleibt zumindest fraglich.<sup>154</sup>

[Rz 55] Sollte es politisch effektiv nicht möglich sein, die erforderlichen personellen Ressourcen für die Aufsicht über unabhängige Vermögensverwalter bei der Aufsichtsbehörde zu schaffen, so wäre immerhin zu überlegen, ob man nicht im Sinne einer *alternativen Regulierungsoption* wenigstens eine gegenüber dem heutigen System massiv verbesserte und stringendere Form der Selbstbeaufsichtigung durch die bestehenden Selbstregulierungsorganisationen aufbauen könnte. Selbst wenn eine staatliche Aufsicht durch die FINMA in jedem Fall vorzuziehen wäre, wäre es punkto Kundenschutz immerhin besser, dass die Finanzdienstleister mit dem Label «Registrierung» wenigstens einer Überwachung durch eine Standesorganisation unterworfen sind, als gar keine Aufsicht vorzusehen. Diesfalls müssten die Branchenorganisationen jedoch zwingend in ihrer institutionellen Ausgestaltung gestärkt werden und es wäre überdies sicherzustellen, dass die erforderlichen gesetzlichen Grundlagen für eine Oberaufsicht der FINMA über die Branchenorganisationen mit entsprechenden Aufsichtsinstrumenten und Sanktionsmöglichkeiten geschaffen werden.<sup>155</sup>

[Rz 56] Das von der FINMA vorgeschlagene *Aufsichtskonzept der «Zweiteilung»* verdient entgegen der Ankündigung im FINMA-Vertriebsbericht kaum die Bezeichnung «kohärent». Es kommt einem so vor, als versuche die FINMA verzweifelt, drei Fliegen mit einer Klappe zu schlagen: Verbesserung des Kundenschutzes, Schutz der Branche vor regulatorischer

<sup>153</sup> So namentlich etwa die von URS ZULAUF, General Counsel der FINMA in einem Interview mit der Schweizer Bank verwendete Formulierung. Siehe hierzu: EUGÉNIE HOLLIGER-HAGMANN, Regulierungskosten drücken auf die Margen, Schweizer Bank online vom 14. Februar 2011.

<sup>154</sup> Dieselbe problematische Situation besteht schon seit Jahren mit Blick auf die Vertriebsträger nach KAG. Siehe zu dieser Problematik CONTRATTO (FN 130), 341 ff., 344, 351.

<sup>155</sup> Siehe hierzu CONTRATTO (FN 130), 341 ff., 353 ff.

Belastung und Sicherung des Marktzugangs in die EU. Dabei besteht die latente Gefahr, dass ein derart kapriziöses Kunststück misslingt, d.h., dass letztlich keines dieser drei Ziele erreicht wird. Fest steht, dass eine aufsichtsrechtliche Zweiteilung der externen Vermögensverwalter punkto Transparenz einen grossen Rückschritt darstellen würde. Es wäre sehr bedauerlich, wenn sich der Gesetzgeber die Chance entgehen lassen würde, im Bereich der unabhängigen Vermögensverwalter und Anlageberater endlich für klare und überschaubare Verhältnisse zu sorgen und gleichzeitig die Wettbewerbsneutralität der Regulierung sicherzustellen. Dies gilt umso mehr, als offenbar eine wachsende Zahl von externen Vermögensverwaltern sogar explizit eine Unterstellung unter die prudentielle Aufsicht der FINMA wünscht und einzelne Exponenten dies sogar durch «pro forma»-Auflagen ausländischer Kollektivanlagen zu erzwingen suchen, wie in einer Medienmitteilung der FINMA von Februar 2011 eindrücklich beschrieben wird.<sup>156</sup> Es wäre zudem verfehlt zu glauben, dass lediglich seitens der externen Vermögensverwalter mit «cross border»-Mandaten ein Interesse an der raschen Einführung einer prudentiellen Aufsicht bestünde: Mit dem stetigen Fortschreiten der *Strukturreform in der beruflichen Vorsorge* geraten nämlich auch die ausschliesslich in der Schweiz tätigen Portfoliomanager massiv unter Druck, zumal sich immer deutlicher abzeichnet, dass in Zukunft nur noch von der FINMA prudentiell beaufsichtigte Personen bzw. Institute als Vermögensverwalter von Einrichtungen der beruflichen Vorsorge tätig sein dürfen.<sup>157</sup>

[Rz 57] Sollte der Gesetzgeber trotz all der soeben aufgezeigten Risiken und Nachteile dem Vorschlag der FINMA folgen und für gewisse externe Vermögensverwalter die Möglichkeit einer blossen Registrierungspflicht vorsehen, dann wäre zur *Verhinderung akuter Täuschungen* im Publikum der Text von Art. 3 FINMAG *zwingend anzupassen*: De lege lata sieht diese Bestimmung nämlich vor, dass alle Finanzdienstleister, «die nach den Finanzmarktgesetzen eine Bewilligung, eine Anerkennung, eine Zulassung oder eine Registrierung der Finanzmarktaufsichtsbehörde benötigen», sich als «Beaufsichtigte» bezeichnen dürfen. Schon unter geltendem Recht ist diese Regelung stossend, namentlich, wenn man etwa an die Vertriebsträger nach KAG oder an die ungebundenen Versicherungsvermittler denkt. Bevor sich auch noch externe Vermögensverwalter mit dem Gütesiegel «FINMA-Aufsicht» schmücken dürfen, ist diesem durch ein gesetzgeberisches Versehen entstandenen «*Etikettenschwindel*» umgehend Einhalt zu gebieten.

<sup>156</sup> Vgl. FINMA-Medienmitteilung vom 15. Februar 2011 (FN 138).

<sup>157</sup> Siehe hierzu die «Aktuell»-Mitteilung der FINMA vom 15. Februar 2011, Vernehmlassung zur Strukturreform in der beruflichen Vorsorge.

## 5. Massnahmen zur vereinfachten Streiterledigung

### 5.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA

[Rz 58] Es ist notorisch, dass der *Zugang zum Recht* (sog. «Access to Justice») für geschädigte Anleger im geltenden Recht nur *unzureichend* gewährleistet ist:<sup>158</sup> Hohe Prozesskosten, die meist in einem Missverhältnis zum Streitwert stehen, hohe Anforderungen an die Beweisführung, gepaart mit mangelndem Zugang zu relevanten Informationen und schliesslich die fehlende Möglichkeit, gleich oder ähnlich gelagerte Ansprüche mehrerer Kläger im Verfahren effizient zu bündeln – in ihrer Gesamtheit machen diese Faktoren eine Schadensliquidation auf den Zivilweg derart unattraktiv, dass Anlegerklagen in der Schweiz bisher äusserst selten geblieben sind.<sup>159</sup>

[Rz 59] Ein weiterer Grund, weshalb es im Bereich von Anlegerschäden bisher kaum zu Gerichtsprozessen kam, liegt darin, dass sich bereits vor einiger Zeit aussergerichtliche Mechanismen zur Beilegung von Streitigkeiten zwischen Anbietern von Finanzdienstleistern und ihren Kunden herausgebildet haben: Im Dienste der Reputationspflege sind verschiedenste Branchen<sup>160</sup> – darunter auch die Banken und Versicherungen – dazu übergegangen, *Ombudsstellen auf freiwilliger Basis* zu errichten.<sup>161</sup> In der Schweiz hat der Ombudsman der Privatversicherungen seine Tätigkeit im Jahr 1972 aufgenommen; 1993 wurde der Schweizerische Bankenombudsman ins Leben gerufen.<sup>162</sup> Eine ähnliche Entwicklung hat auch in den umliegenden europäischen Nachbarländern stattgefunden, wie ein Blick auf die umfangreiche Mitgliederliste des Netzwerks der Schlichtungsstellen für Finanzdienstleistungen im Europäischen Wirtschaftsraum (FIN-NET) zeigt.<sup>163</sup>

<sup>158</sup> Zu dieser Problematik siehe statt Vieler: DANIEL ZIMMER/JAN HÖFT, «Private Enforcement» im öffentlichen Interesse?, Ansätze zur Effektivierung der Rechtsdurchsetzung bei Streu- und Massenschäden im Kapitalmarkt, Wettbewerbs- und Kartellrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, ZGR 2009, 662 ff., 664 f.; LEANDRO PERUCCHI, Class Actions für die Schweiz, AJP 4/2011, 489 ff., 490; CONTRATTO (FN 75) 176 ff., insbes. 181 ff.

<sup>159</sup> Für empirische Hinweise hierzu siehe FRANCA CONTRATTO, Obligatorische Ombudsstelle für den Finanzplatz Schweiz (erscheint demnächst in AJP).

<sup>160</sup> Typische Beispiele sind etwa die Telekombranche, das Gesundheitswesen oder die Reisebranche.

<sup>161</sup> Für eine vertiefte Beschreibung des Ombudswesens von seinen Wurzeln im Skandinavien des 19. Jahrhunderts bis hin zu seiner heutigen Funktion als modernes Instrument des Konsumentenschutzes siehe HANS HARALD OTTO GUDE, Der Ombudsman der privaten Banken in Deutschland, Grossbritannien und der Schweiz, Diss. Bonn 1998, 3 ff.

<sup>162</sup> Die Trägerschaft besteht in beiden Fällen aus einer vom jeweiligen Berufsverband, d.h. von der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) bzw. vom Schweizerischen Versicherungsverband (SVV), errichteten Stiftung.

<sup>163</sup> FIN-NET wurde im Jahr 2001 auf Initiative der Europäischen Kommission errichtet und zählt derzeit 46 Mitglieder aus insgesamt 21 EWR-Staaten. Für nähere Angaben zu den einzelnen Mitgliedern siehe <http://ec.europa>.

[Rz 60] Da das Ombudswesen den unbestrittenen Vorteil aufweist, dass es eine vergleichsweise rasche, einfache und kostengünstige Form der Streitbeilegung ermöglicht,<sup>164</sup> erfreuen sich die Dienstleistungen des Bankenombudsmans und der Ombudsstelle der Privatversicherung stetiger Kundennachfrage.<sup>165</sup> Dennoch weist das Ombudssystem in seiner heutigen Form auch *deutliche Defizite* auf:

- Die Befugnisse der beiden Ombudsstellen beschränken sich auf neutrale Beratung und Information, auf Plausibilitätsprüfungen von Kundenansprüchen sowie das Unterbreiten von Vergleichsvorschlägen.<sup>166</sup> An der notorischen Machtasymmetrie zwischen Finanzdienstleistern und ihren Kunden ändert sich dadurch kaum etwas, zumal die Ombudsstellen in ihrer heutigen Form die Finanzdienstleister weder zur Einlassung auf das Verfahren zwingen können,<sup>167</sup> geschweige denn einen bindenden Entscheid in der Sache selber fällen dürfen.<sup>168</sup> Im Wissen darum, dass für einen Durchschnittskunden die gerichtliche Geltendmachung seines Anspruchs keine gangbare Alternative darstellt, verfügt ein Finanzdienstleister im Verfahren vor der Ombudsstelle potentiell über *uneingeschränkte Verhandlungsmacht*. Wie sich etwa im

Fall «Lehman Brothers» gezeigt hat,<sup>169</sup> hängt es somit faktisch vom Belieben des jeweiligen Finanzdienstleisters ab, ob und falls ja, zu welchen Bedingungen eine Streitigkeit vor der Ombudsstelle beigelegt wird.

- Eine weitere Schwäche des heutigen Ombudwesens liegt darin, dass durch die Pflicht zur vertraulichen Behandlung von Beschwerden eine den Einzelfall übersteigende, *präjudizielle Wirkung a priori verhindert* wird.<sup>170</sup>
- Schliesslich ist der *Zuständigkeitsbereich* der beiden bestehenden Ombudsstellen *beschränkt*; de lege lata können nur Beschwerden gegen Banken oder Versicherungsunternehmen vorgebracht werden. Diese Einschränkung ist gerade angesichts der enormen Bedeutung, die etwa den externen Vermögensverwaltern auf dem Finanzplatz Schweiz zukommt, suboptimal.

[Rz 61] Vor diesem Hintergrund will die FINMA den Schwächen des heutigen Ombudwesens mit gezielten Massnahmen entgegenwirken:<sup>171</sup> Im FINMA-Vertriebsbericht wird diesem Zweck zunächst ein eigentlicher Paradigmenwechsel vom «freiwilligen Branchen-Ombudswesen» hin zu einer von Gesetzes wegen vorgesehenen, *obligatorischen Ombudsstelle für Finanzdienstleistungstreitigkeiten* propagiert. Unter Verweis auf die weitreichenden Kompetenzen des UK Financial Ombudsman Service<sup>172</sup> stellt die FINMA zudem zur Diskussion, ob der Ombudsstelle *Entscheidungsbefugnis* einzuräumen wäre.<sup>173</sup> Zumindest als prüfenswert erachtet die FINMA schliesslich die Möglichkeit einer kollektiven Streiterledigung durch die Ombudsstelle.<sup>174</sup> Ergänzend dazu sollen die betroffenen Finanzdienstleistungsunternehmen zur Schaffung *interner Prozesse zur Behandlung von Kundenbeschwerden*

eu/internal\_market/fin-net/members\_de.htm. Einen Überblick über die in verschiedenen EU-Staaten zur Verfügung stehenden, alternativen Streitbeilegungsverfahren für Konsumentenstreitigkeiten im allgemeinen vermittelt überdies folgende, im Auftrag der Europäischen Kommission im Jahr 2007 verfasste Studie der Universität Leuven: Study Centre for Consumer Law/Centre for European Economic Law, An analysis and evaluation of alternative means of consumer redress other than redress through ordinary judicial proceedings).

<sup>164</sup> Traditionellerweise werden die entsprechenden Kosten von jener Branche getragen, die ein Ombudssystem zur Behandlung von Kundenbeschwerden eingerichtet hat; für Kunden sind die entsprechenden Verfahren in aller Regel kostenlos. Für weitere Gründe rechtspolitischer Art, welche klar für die Errichtung eines Ombudswesens für Finanzdienstleistungstreitigkeiten sprechen, siehe THOMAS VON HIPPEL, Der Ombudsmann im Bank- und Versicherungswesen: eine rechtsdogmatische und vergleichende Untersuchung, Diss. Göttingen 2000, Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht Bd. 78, Tübingen, 2000, 193 f.

<sup>165</sup> Namentlich der Schweizerische Bankenombudsmann hatte in den vergangenen Jahren stetig ansteigende Erledigungsziffern zu verzeichnen: Wurden in den Jahren 2004 – 2007 jeweils zwischen 1'500 und 1'600 Fällen behandelt, so stieg die Erledigungsziffer im Jahr 2008 auf 4'144 Anfragen. Im Folgejahr – beeinflusst durch die Verlustfälle Lehman Brothers, Kaupthing Bank und die von diversen Finanzinstituten vertriebenen Absolute-Return-Produkte – stieg die Zahl der erledigten Kundenbeschwerden sogar bis auf 4'757 Fälle an. Die Erledigungszahlen entstammen den jährlichen Pressemitteilungen der Ombudsstelle.

<sup>166</sup> Für eine Beschreibung des heutigen Kompetenzrahmens des Ombudsmans der Schweizer Banken siehe KILGUS (FN 3), N 843.

<sup>167</sup> Im Rahmen der Totalrevision des VVG ist jedoch immerhin vorgesehen, dass für Versicherer ein Beitritt zur Ombudsstelle für Privatversicherungen zwingend wird: FINMA-Vertriebsbericht, Anhang, 39 FN 74.

<sup>168</sup> Kritisch hierzu auch ARNOLD F. RUSCH, Ein Fall einseitiger Erhöhung von Bankgebühren vor dem Ombudsmann, in: Jusletter 28. März 2011, N 30.

<sup>169</sup> Anschaulich hierzu BRUNO SCHLETTI, Lehman-Affäre: Credit Suisse lässt auch Ombudsmann abblitzen, Tages-Anzeiger online vom 10. April 2009.

<sup>170</sup> Siehe hierzu das treffende Statement von RUSCH (FN 168), N 31: «Mit einer auf scheinbarer Kulanz basierenden Vergleichskultur verhindert der Schweizerische Bankenombudsmann somit unabhängige gerichtliche Präjudizien, von denen weitere Bankkunden profitieren könnten. Er verhindert damit sogar, dass die eigenen Empfehlungen eine ähnliche Bedeutung wie ein Präjudiz erlangen können».

<sup>171</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 7, 43, 68.

<sup>172</sup> Der UK Financial Ombudsman Service (FOS) wurde von der FSA im Februar 1999 gestützt auf den Financial Services and Markets Act geschaffen (vgl. FSA, sections 225-234). Sieben vorbestehende Ombudsstellen wurden dadurch institutionell vereinheitlicht. Siehe hierzu FSA, Consumer Complaints and the New Single Ombudsman Scheme, Consultation Paper No. 33, London 1999, 11 f.

<sup>173</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 43, 62.

<sup>174</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 43, 63. Konkretere Angaben dazu, wie der kollektive Rechtsschutz vor der Ombudsstelle auszugestalten wäre, enthält der FINMA-Vertriebsbericht keine; die FINMA präzisiert lediglich, dass sie nicht die Einführung klassischer Sammelklagen vor Zivilgerichten beabsichtigt. Siehe hierzu FINMA-Vertriebsbericht, 60.

verpflichtet werden.<sup>175</sup> All diese Massnahmen sollen letztlich dem Ziel einer effektiven Streiterledigung dienen.

## 5.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen

[Rz 62] An den Reformplänen der FINMA besonders positiv hervorzuheben ist das Vorhaben, eine sektorübergreifend tätige Ombudsstelle auf einheitlichem, gesetzlichem Statut zu errichten. Wie Beispiele aus England, Irland und Australien zeigen,<sup>176</sup> ermöglicht die Konzentration von Ressourcen und einschlägigem Know How Effizienzsteigerungen, die sich positiv auf die Tätigkeit der Ombudsstelle auswirken. Ein *flächendeckendes Obligatorium* für die gesamte Finanzbranche macht nicht zuletzt auch mit Blick auf das Gleichheitsgebot und den Grundsatz der Wettbewerbsneutralität Sinn. Dem Erfordernis spezifischer Kenntnisse für bestimmte Zweige der Finanzindustrie könnte durch die Wahl verschiedener Ombudspersonen mit entsprechenden Abteilungen unter einheitlicher Leitung eines Vorsitzenden Genüge getan werden.

[Rz 63] Nicht ausser Acht zu lassen gilt es dabei jedoch, dass sich bei der Definition des Geltungsbereichs für diesen neuen Verfahrenstypus *schwierige Abgrenzungsfragen* stellen können. Selbst die FINMA scheint sich nicht restlos im Klaren darüber zu sein, wie breit der sachliche Kompetenzrahmen der Ombudsstelle gefasst werden soll: Während auf Seite 68 des FINMA-Vertriebsberichts nur von einem «branchenübergreifenden Statut für sämtliche Finanzdienstleister am Point of Sale» die Rede ist, wird auf Seite 43 desselben Berichts die «Einführung eines einheitlichen, für sämtliche Produzenten und andere[n] Finanzdienstleister des schweizerischen Finanzplatzes geltenden Ombudswesens» gefordert. In diesem Kontext gilt es jegliche Unklarheiten zu vermeiden; dem Anliegen der Verfahrensbeschleunigung kann das neue Verfahrensmodell nämlich nur dann gerecht werden, wenn zweifelsfrei klar ist, welche Arten von Streitigkeiten der Ombudsstelle zwecks Schlichtung und allenfalls auch Entscheidung unterbreitet werden können. Aus Gründen der Effektivität wäre es wünschenswert, den sachlichen Zuständigkeitsbereich der Ombudsstelle so umfassend wie möglich zu definieren.

[Rz 64] Dass der neuen Ombudsstelle *Entscheidkompetenz* eingeräumt werden soll, ist grundsätzlich ebenfalls unterstützenswert. Denn die Erfahrungen im Zusammenhang mit dem Schadenfall «Lehman» haben gezeigt, dass eine Ombudsstelle ohne Entscheidkompetenz in vielen Fällen letztlich zahnlos bleibt. Gerade in Fallkonstellationen mit eklatantem Missverhältnis zwischen Streitwert

und Prozesskostenrisiko könnte eine Ombudsstelle mit Entscheidbefugnis die strukturellen Informationsasymmetrien und das notorische Machtgefälle zwischen Privatanlegern und Finanzdienstleistungsunternehmen sinnvoll ausgleichen. Letzteres wäre nicht zuletzt auch aus Effizienzgründen, namentlich aus dem Blickwinkel der allgemeinen Verfahrensökonomie und – angesichts der eminent wichtigen Rolle des Anlegervertrauens für die Allokationsfunktion des Finanzmarkts – auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive wünschenswert. Die Schweiz könnte dabei auf die in anderen Jurisdiktionen gesammelten Erfahrungen aufbauen; denn bereits heute sind einige aussergerichtliche Verfahrensmechanismen im Finanzbereich nicht nur auf Schlichtung, sondern explizit auch auf Entscheidung ausgerichtet. Typische Beispiele sind der UK Financial Ombudsman Service, der irische Financial Services Ombudsman und der australische Financial Ombudsman Service.<sup>177</sup>

[Rz 65] Dieses grundsätzlich positive Verdikt darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass bei der Schaffung einer neuen, obligatorischen Ombudsstelle für Finanzdienstleistungen diverse Fallstricke lauern. Völlig ungeklärt – und im FINMA-Vertriebsbericht überhaupt nicht thematisiert – ist insbesondere die zentrale Frage, ob bzw. inwieweit es unter der geltenden *verfassungsmässigen Rahmenordnung* überhaupt *zulässig* wäre, dass der Gesetzgeber ein Verfahren vor einer Ombudsstelle für zwingend erklärt, welches zu bindenden Entscheiden führt. Prima vista ist davon auszugehen, dass die Ombudsstelle nur dann Entscheide mit Bindungswirkung fällen darf, wenn die Vorgaben der verfassungsmässigen Rechtsweggarantie i.S.v. Art. 29a BV erfüllt sind.<sup>178</sup> Das bedeutet zum einen, dass die Ombudsstelle in institutioneller Hinsicht als «richterliche Behörde» ausgestaltet wäre, und zum anderen, dass einschlägigen Verfahrensrechte zwingend einzuhalten sind. Dass das Verfahren vor der Ombudsstelle dadurch insgesamt an Flexibilität einbüßen würde und insbesondere mit einer Verlängerung der Verfahrensdauer zu rechnen wäre, liegt auf der Hand. Dem Gesetzgeber fällt die schwierige Aufgabe zu, diesen Zielkonflikt sinnvoll zu lösen.

[Rz 66] Sofern die politischen Entscheidungsträger in dieser Frage nicht bald handeln, wird ihnen vermutlich die Finanzindustrie mit einer ihren eigenen Vorstellungen entsprechenden «Lösung» des Problems zuvorkommen: Im Moment spricht Vieles dafür, dass die Branche grosses Interesse an der Etablierung eines flächendeckenden, *branchenspezifischen Schiedsgerichts-Konzepts* hat, zumal die Hoffnung besteht,

<sup>175</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 43.

<sup>176</sup> Paradebeispiele sind der UK Financial Ombudsman Service (oben, FN 172), der irische Financial Services Ombudsman, gegründet im Jahr 2004 und der australische Financial Ombudsman Service, der im Jahr 2008 aus einem Zusammenschluss diverser Vorgängerorganisationen entstanden ist.

<sup>177</sup> Für eine Darstellung des vor dem UK Financial Ombudsman Service zur Anwendung kommenden Verfahrens siehe von HIPPEL (FN 164), 180 ff.

<sup>178</sup> Art. 29a Abs. 1 BV: «Jede Person hat bei Rechtsstreitigkeiten Anspruch auf Beurteilung durch eine richterliche Behörde. Bund und Kantone können durch Gesetz die richterliche Beurteilung in Ausnahmefällen ausschliessen». Eine Prüfung im Hinblick auf die Verfahrensgarantien von Art. 6 Ziff. 1 EMRK erübrigt sich, weil Art. 29a BV inhaltlich weiter geht.

dass sich dadurch gleichzeitig der für das grenzüberschreitende Privatkundengeschäft bedrohliche, neue *Konsumentengerichtsstand* von Art. 15 des revidierten Lugano-Übereinkommens<sup>179</sup> zähmen liesse.<sup>180</sup> Aus Kundensicht wäre eine solche Entwicklung suboptimal, zumal Schiedsgerichtsverfahren naturgemäss intransparent sind und die aus Effizienzgründen dringend nötige Präjudizienbildung nach wie vor ausbleiben würde.

[Rz 67] So innovativ und teilweise sogar mutig die Vorschläge der FINMA zur Schaffung einer obligatorischen, entscheidungsbefugten Ombudsstelle sind – ein grosser Wermutstropfen bleibt: Im FINMA-Vertriebsbericht werden zwar verschiedene Massnahmen zur *verbesserten Durchsetzung von Kundenansprüchen vor Zivilgerichten* analysiert.<sup>181</sup> Unter dem simplen Hinweis, «Massnahmen auf Stufe Zivilrecht [stünden bei der Problemlösung] nicht im Vordergrund», will die FINMA diese letztlich dann aber doch nicht weiterverfolgen.<sup>182</sup> Aufgrund des beschränkten Mandats der FINMA auf aufsichtsrechtliche Fragestellungen ist diese Haltung zwar grundsätzlich nachvollziehbar. Indem es die FINMA jedoch unterlässt, Bundesrat und Parlament im Hinblick auf den späteren Gesetzgebungsprozess von der Wichtigkeit dieser zivilrechtlichen und zivilprozessualen Anlegerschutzmassnahmen zu überzeugen, stiehlt sie sich nicht besonders elegant aus ihrer Verantwortung als oberste Hüterin des Anlegerschutzes. Aus Sicht der Kunden ist diese Haltung jedenfalls bedauerlich, zumal es in der harten parlamentarischen Auseinandersetzung starke Fürsprecher wie die FINMA brauchen wird, damit zentrale Anlegerschutzpostulate endlich Gesetz werden.

<sup>179</sup> Das revidierte Lugano-Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit sowie die Anerkennung und Vollstreckung gerichtlicher Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (LugÜ) ist am 1. Januar 2011 in Kraft getreten. Ein neuer lit. c in Art. 15 LugÜ hat die Anwendung des sog. Konsumentengerichtsstands nun derart erweitert, dass vermutlich auch Kunden von grenzüberschreitend tätigen Schweizer Finanzinstituten sich auf den Konsumentengerichtsstand berufen können. Dies ist insofern von besonderer Bedeutung, als mit der lex fori das gestützt auf MiFID erlassene ausländische Anlegerschutzrecht auf diese Verträge zur Anwendung kommt. Für die Schweizer Institute ergibt sich daraus eine grosse Rechtsunsicherheit, zumal diese Bestimmungen i.d.R. massiv strenger sind als das geltende Schweizer Recht, auf dessen Basis die Kundenverträge abgeschlossen wurden.

<sup>180</sup> Siehe hierzu eingehend ISABELLE ROMY, Revidierter Konsumentengerichtsstand – eine Gefahr für Finanzdienstleister?, in: Das Schweizerische Prozessrecht im Umbruch, NKF-Schriftenreihe, Bd. 16, Juni 2010, 118 ff.; 121 ff. (zum neuen Konsumentengerichtsstand); 129 ff. (zu den Konsequenzen für die «cross border»-Tätigkeit von Schweizer Finanzdienstleistern); 136 (zur Möglichkeit der Vereinbarung von Schiedsklauseln in diesem Kontext; letzteres beurteilt die Autorin allerdings kritisch, räumt aber ein, dass diese Frage mangels einschlägiger Gerichtsentscheide im aktuellen Zeitpunkt nicht abschliessend beurteilt werden könne).

<sup>181</sup> Konkret erwähnt werden Klageanreize in Form von Kostenerleichterungen, Sammelklagen sowie Beweiserleichterungen bis hin zur Beweislastumkehr. Siehe hierzu FINMA-Vertriebsbericht, 58-60.

<sup>182</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 60.

## 6. Regulierung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Finanzprodukten

### 6.1 Problemstellung und Lösungsansatz der FINMA

[Rz 68] Im geltenden Recht *fehlt ein kohärenter Regulierungsansatz* im Hinblick auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen an Schweizer Kunden durch ausländische Anbieter (sog. «inbound-Perspektive»<sup>183</sup> des «cross border»-Geschäfts). Weil die punktuell existierenden Bestimmungen in verschiedenen Finanzmarktgesetzen verstreut sind, ist das Schutzniveau für Schweizer Kunden sehr unterschiedlich, je nachdem, welche Dienstleistungen ausländischer Anbieter in Anspruch genommen werden: In den Genuss umfassender Schutzbestimmungen kommen die Schweizer Kunden lediglich im Bereich des Versicherungsgeschäfts.<sup>184</sup> Beim «inbound»-Vertrieb von ausländischen Finanzprodukten in die Schweiz gibt es zwar vereinzelte regulatorische Auflagen; diese sind jedoch äusserst lückenhaft und divergieren zudem von Produkt zu Produkt.<sup>185</sup> Am tiefsten ist das Schutzniveau schliesslich im Bereich von Bank- und Effektenhandelsdienstleistungen; letztere dürfen grenzüberschreitend an Schweizer Kunden erbracht werden, ohne dass dafür auch nur die geringsten regulatorischen Anforderungen zu erfüllen, geschweige denn der Nachweis einer angemessenen Aufsicht im Ausland zu erbringen wäre.<sup>186</sup>

<sup>183</sup> Zu dieser Bezeichnung siehe SHELBY R. DU PASQUIER/PHILIPP FISCHER, Cross-border financial services in and from Switzerland, Regulatory frameworks and practical considerations, GesKR 4/2010, 436 ff., 437. Im Zentrum der Debatte stand bisher allerdings vor allem die sog. «outbound-Perspektive», d.h. das grenzüberschreitende Erbringen von Finanzdienstleistungen durch Schweizer Anbieter an Kunden im Ausland. Vgl. zu dieser Problematik das FINMA-Positionspapier Rechts- und Reputationsrisiken im grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungsgeschäft, 22. Oktober 2010.

<sup>184</sup> Ausländische Anbieter von Versicherungsprodukten sind dem VAG unterstellt und unterstehen einer Bewilligungspflicht, unabhängig davon, ob sie ihre Dienstleistungen herkömmlichen Konsumentinnen und Konsumenten anbieten, oder ob nur professionelle Kunden involviert sind. Für weitere Einzelheiten hierzu siehe FINMA-Vertriebsbericht, 37, Anhang, 23; Anhang, 42 7 FN 117 und 118.

<sup>185</sup> Bei ausländischen kollektiven Kapitalanlagen z.B. gilt bei öffentlicher Werbung an nicht-qualifizierte Anleger in der Schweiz eine Genehmigungspflicht für das Produkt aus; zudem untersteht der Vertrieb an und für sich einer Bewilligungspflicht (Art. 120 und Art. 19 i.V.m. Art. 3 KAG, FINMA-RS 08/8 Öffentliche Werbung kollektive Kapitalanlagen, N 6 ff., 24 ff. Strukturierte Produkte dürfen nur aus dem Ausland öffentlich in die Schweiz vertrieben werden, wenn ein vereinfachter Prospekt i.S.v. Art. 5 Abs. 2 KAG vorliegt und das ausländische Institut über eine Niederlassung in der Schweiz verfügt (Art. 4 Abs. 1 lit. b KKV i.V.m. Art. 5 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 KAG). Allerdings gilt diese Vorgabe nur dann, wenn nicht ein Schweizer Finanzinstitut in anderer Funktion, d.h. als Emittentin oder Garant, an der fraglichen Emission mitbeteiligt ist. Eine weitere Ausnahme gilt für alle an der SIX Swiss Exchange kotierten, strukturierten Produkte. Siehe hierzu FINMA-FAQ Strukturierte Produkte, Antwort auf Frage 3.

<sup>186</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 37; Anhang, 23. Zu diesem Grundsatz gibt es allerdings eine Einschränkung: Vollkommen bewilligungsfrei ist nur das grenzüberschreitende Einlagegeschäft, nicht aber die Gewährung bzw. Vermittlung von Konsumkrediten; letztere unterliegt auch im «cross

[Rz 69] Auffallend ist zudem die beträchtliche *Asymmetrie* der in- und ausländischen Regulierungskonzepte: Während sich die Schweiz punkto Marktzugang für ausländische Anbieter nach wie vor ziemlich grosszügig verhält, sind Finanzprodukte und -dienstleistungen aus der Schweiz umgekehrt kaum «exportfähig», weil sie im Ausland – namentlich in der EU – auf enorm hohe regulatorische Hürden, ja Marktzutrittschranken, treffen. Sehr anschaulich hat sich das in den vergangenen Jahren namentlich etwa im Fondsbereich<sup>187</sup>, in der Kreditvermittlung<sup>188</sup> und in der externen Vermögensverwaltung<sup>189</sup> gezeigt. Noch deutlicher akzentuiert sich die Einseitigkeit dieser Entwicklung neuerdings auch im institutionellen Asset Management in Gestalt der AIFM-Richtlinie (AIFMD).<sup>190</sup> Nach den Drittstaatenregeln der AIFMD müssen

border»-Kontext einer Bewilligungspflicht nach kantonalem Recht (Art. 39 Abs. 1 KKG).

<sup>187</sup> Während der Vertrieb von UCITS aus dem EU-Raum in der Schweiz nur an relativ geringe Voraussetzungen geknüpft ist, sind schweizerische kollektive Kapitalanlagen – abgesehen von absoluten Nischenprodukten aus dem Bereich alternativer Anlagen für qualifizierte Anleger – kaum «exportfähig». Siehe hierzu eingehend MATTHÄUS DEN OTTER, EU-Marktzutritt der Schweiz für Kollektivanlagen, Die Volkswirtschaft 4/2010, 33. Zu den Voraussetzungen des Vertriebs von UCITS in der Schweiz siehe THOMAS S. MÜLLER/CHRISTIAN STAUB, Neuerungen im europäischen Anlagefondsrecht, Chance oder Risiko für den Fondsstandort Schweiz?, GesKR 2/2010, 216 ff., 220.

<sup>188</sup> Siehe hierzu etwa den Parafall «Fidium Finanz AG»: Im Jahr 2009 hat das deutsche Bundesverwaltungsgericht in Leipzig entschieden (Urteil vom 22. April 2009; Az. 8 C 2.09), dass die Fidium Finanz AG, eine in der Schweiz domizilierte, nicht prudentiell beaufsichtigte Vermittlerin von Kleinkrediten eine Erlaubnis der BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) nach § 32 des Kreditwesengesetzes (KWG) benötigt, wenn sie systematisch deutsche Kunden umwirbt. Letzteres wurde im vorliegenden Fall allein aufgrund der Tatsache bejaht, dass die Internetseite der Fidium Finanz AG auf deutsche Kundschaft ausgerichtet war bzw. weil Vertragsschlüsse mit Fidium Finanz AG durch in Deutschland tätige Kreditvermittler vorbereitet wurden. Weil Fidium Finanz AG mangels prudentieller Aufsicht die Einholung einer Erlaubnis nach § 32 KWG a priori verwehrt gewesen wäre, hatte sie bereits zuvor den Europäischen Gerichtshof (EUGH) wegen Verletzung der Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit angerufen; mit Urteil vom 3. Oktober 2006 (Az. C-452/043) wies der EUGH die Beschwerde indes ab. Im Anschluss an das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 22. April 2009 mussten Tausende von Kundenverträgen zivilrechtlich rückabgewickelt werden (laut Urteil hatten fast 60'000 Kunden mit Wohnsitz in Deutschland Kleinkredite über Fidium Finanz AG aufgenommen).

<sup>189</sup> Ein sehr medienräftiger Fall betraf die MWB Vermögensverwaltung AG, eine nicht prudentiell beaufsichtigte, externe Vermögensverwalterin aus Appenzell. Diese hatte u.a. durch Anrufe eines Call-Centers in Deutschland und anschliessende Besuche von Beratern verschiedene Kunden in Deutschland dazu gebracht, Vermögensverwaltungsdienstleistungen in Anspruch zu nehmen. Weil auch MWB (wie Fidium Finanz AG; siehe oben, FN 188) ohne Erlaubnis i.S.v. § 32 KWG tätig gewesen war, bejahten diverse Zivilgerichte entsprechende Schadenersatzforderungen von Kunden, die auf Rückabwicklung der betreffenden Geschäfte geklagt hatten. Illustrativ für ein derartiges Rückabwicklungsverfahren ist etwa das Urteil des OLG Dresden vom 20. Juni 2007 (Az. 8 U 328/07), bestätigt im Exequaturverfahren in der Schweiz mit Urteil des Bundesgerichts vom 29. Dezember 2008 (4A\_440/2008).

<sup>190</sup> Diese Richtlinie unterstellt sämtliche Manager von in der EU vertriebenen

Schweizer Vermögensverwalter, die das Portfolio- und oder Risikomanagement für alternative Investmentfonds in der EU übernehmen wollen, zwingend der prudentiellen Aufsicht durch die FINMA unterstellt sein.<sup>191</sup>

[Rz 70] Der *Lösungsansatz* der FINMA geht dahin, *einheitliche Vorgaben* für den grenzüberschreitenden Vertrieb («inbound distribution») ausländischer Finanzprodukte zu schaffen, welche in Zukunft sektorübergreifend auf sämtliche Produkte Anwendung finden würden.<sup>192</sup> Die FINMA hat sich noch nicht darauf festgelegt, ob eine behördliche Genehmigung in Zukunft *conditio sine qua non* für einen Vertrieb in der Schweiz sein soll.<sup>193</sup> Fest steht hingegen, dass *keine zwingenden Reziprozitätsklauseln* eingeführt werden sollen, welche einen grenzüberschreitenden Vertrieb ausländischer Produkte vom expliziten Gegenrecht des betreffenden Staats abhängig machen würden. Die FINMA setzt in diesem Kontext vielmehr auf die Förderung «zwischenstaatlicher Vereinbarungen».<sup>194</sup>

## 6.2 Chancen, Risiken und alternative Regulierungsoptionen

[Rz 71] Es steht ausser Frage, dass die *Position der Schweizer Kunden* mit einer derartigen Reform deutlich *gestärkt* würde: Zum einen würde die Einhaltung eines minimalen Regulierungsstandards bei sämtlichen in der Schweiz erhältlichen Finanzprodukten sichergestellt. Zum anderen würde die Selektion von Produkten bzw. Dienstleistungen verschiedener in- und ausländischer Anbieter insofern erleichtert, als die zusätzlichen regulatorischen Auflagen bzw. eine allfällige Genehmigungspflicht durch die FINMA<sup>195</sup> eine «Labellingfunktion» übernehmen würden. Insgesamt würde somit die Transparenz als unabdingbare Voraussetzung für

Fondsprodukten, die nicht unter die Definition der UCITS fallen, einer Bewilligungspflicht. Für Einzelheiten hierzu siehe etwa FINMA-Mitteilung 21 (2011) vom 28. Februar 2011, Kollektive Kapitalanlagen – Märkte, 3 f.

<sup>191</sup> Um Schweizer Portfoliomanagern in Zukunft weiterhin die Verwaltung alternativer Investmentfonds in der EU zu ermöglichen, muss eine Zusammenarbeitvereinbarung zwischen der FINMA und der Aufsichtsbehörde des betreffenden EU-Staates, in welchem der Fonds vertrieben wird, abgeschlossen worden sein. Die Schweiz darf zudem nicht auf der Schwarzen Liste der FATF verzeichnet sein und muss überdies ein Doppelbesteuerungsabkommen nach Art. 26 des OECD-Musterabkommens mit dem fraglichen EU-Staat abgeschlossen haben. Eine generelle Zulassung im Sinne eines EU-Passes dürfen Schweizer Manager zudem frühestens ab Mitte 2015 beantragen, während für Manager aus der EU diese Möglichkeit bereits ab 2013 besteht. Etwas weniger kritisch schätzen MÜLLER/STAUB (FN 187), 222 ff., die Situation der Schweizer Vermögensverwalter ein.

<sup>192</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 6, 37, 60 f.

<sup>193</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 70.

<sup>194</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 61.

<sup>195</sup> Gemäss FINMA-Vertriebsbericht, 70, wäre eine präventive Prüfung, ob ausländische Angebote die erforderlichen regulatorischen Anforderungen erfüllen, zumindest denkbar.



sachgerechte Investitionsentscheide verbessert, aber auch das Schutzniveau der Regulierung an und für sich erhöht.

[Rz 72] Selbst wenn einzelne Schweizer Finanzinstitute weiterhin an einer möglichst raschen, weitgehend regulierungsfreien Zulassung ausländischer Produkte in der Schweiz interessiert sind,<sup>196</sup> werden die Vorschläge der FINMA vermutlich auch bei der Mehrheit der *einheimischen Finanzindustrie* auf *Zustimmung* stossen: Zum einen dürften Schweizer Finanzdienstleister aus Wettbewerbsgründen daran interessiert sein, dass deren Produkte und Dienstleistungen nicht weiter von ausländischen Angeboten unterlaufen werden, die keinen oder wesentlich geringerfügigen regulatorischen Anforderungen entsprechen. Zum anderen dürfte die Branche insofern ein Interesse an einer Verschärfung des heutigen Regimes der «inbound distribution» haben, als damit die Hoffnung verbunden ist, dass sich dadurch die Verhandlungsposition der Schweiz im Ringen um den Marktzugang der Schweizer Finanzdienstleister in die EU stärken lässt.

[Rz 73] Ob die FINMA mit dem *Verzicht auf strikte Reziprozität* im anspruchsvollen politischen Machtpoker mit der EU effektiv auf die richtige Karte setzt, ist schwer vorauszusagen. Das skizzierte Vorgehen über «zwischenstaatliche Vereinbarungen»<sup>197</sup> entspricht jedoch zumindest im Zusammenhang mit primär technischen Fragen der Finanzmarktregulierung einer bewährten Verhandlungsstrategie. Zudem dürfte die Schweiz als Absatzmarkt für europäische Finanzprodukte und -dienstleistungen eine derart eingeschränkte Bedeutung haben, dass eine einseitige Einführung von Reziprozitätsklauseln die Verhandlungspartner in der EU höchstens verärgern, aber wohl kaum derart beeindrucken könnte, dass diese den Schweizer Anbietern im Gegenzug freien Marktzugang einzuräumen bereit wären. Der Königsweg wird vermutlich in sehr kleinen Schritten der gegenseitigen Annäherung liegen; die FINMA ist unter diesem Blickwinkel insofern strategisch konsistent, als sie auf eine weitgehende Übernahme der Verhaltensregeln nach MiFID drängt, da dies eine zentrale Verhandlungsvoraussetzung darstellen dürfte.<sup>198</sup>

[Rz 74] Schade ist indes, dass sich die FINMA darauf beschränkt, eine kohärente Regelung für den Produktvertrieb zu fordern. Aus der Problemschilderung im

FINMA-Vertriebsbericht geht sehr eindrücklich hervor, dass namentlich mit Blick auf Bank- und Effektenhandelsdienstleistungen eine Regulierungslücke zu schliessen wäre.<sup>199</sup>

[Rz 75] Im Kontext mit dem «inbound»-Vertrieb von Finanzprodukten ebenfalls vergessen gegangen ist die Problematik der *Durchsetzung von Kundenansprüchen*. Denn auch in einem «cross border»-Kontext wird sich eine gerichtliche Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen in den seltensten Fällen lohnen, selbst wenn Schweizer Anleger grundsätzlich vom neuen, konsumentenfreundlichen Regime von Art. 15 rev LugÜ profitieren können.<sup>200</sup> Eine Beurteilung durch die neue, obligatorische Ombudsstelle für Finanzdienstleistungsstreitigkeiten dürfte hingegen wohl deshalb ausgeschlossen sein, weil deren sachliche Zuständigkeit aller Voraussicht nach auf Institute mit Sitz in der Schweiz beschränkt bleiben wird. Zur effektiven Beilegung von grenzüberschreitenden Streitigkeiten wäre es deshalb sinnvoll, wenn sich die Schweiz *via bilaterale Verhandlungen* dem *Netzwerk außergerichtlicher Schiedsstellen* für Finanzdienstleistungen im Europäischen Wirtschaftsraum (FIN-NET) anzuschliessen würde.<sup>201</sup> FIN-NET gewährleistet allen Konsumenten, die in grenzüberschreitende Finanzdienstleistungsstreitigkeiten involviert sind, rasch und unbürokratischen Zugang zu einer Schiedsstelle in einem anderen Mitgliedsstaat. Konkret wäre dann die Ombudsstelle des Finanzplatzes Schweiz befugt, einen Schweizer Kunden direkt an die zuständige Schlichtungsstelle in der EU zuzuweisen.

#### IV. Fazit

[Rz 76] Wie die vorstehende Analyse gezeigt hat, ist das von der FINMA vorgelegte Reformpaket weder ein die gesamte Finanzindustrie in Angst und Schrecken versetzendes Monster, noch ist es für die Anlegerinnen und Anleger der heilbringende Ritter in schimmernder Rüstung: Die im FINMA-Vertriebsbericht skizzierten Reformen reflektieren einen *wohldurchdachten Kompromiss*, welcher den unbestrittenen Anliegen der Konsumenten genauso Rechnung trägt, wie er die Sachzwänge im Auge behält, denen die Finanzindustrie im stetigen Wettlauf um Profite, Margen und Gewinne ausgesetzt ist.

[Rz 77] Es ist diesem pragmatischen Ansatz der FINMA zu verdanken, dass die Verwirklichung eines umfassenden *Finanzdienstleistungsgesetzes* nach mehr als 20 Jahren<sup>202</sup> immer wieder aufflackernder Diskussion zumindest *in greifbare Nähe gerückt* ist. Ob der Gesetzgeber tatsächlich die Geduld für eine Fundamentalreform des Finanzmarkt- und Finanzdienstleistungsrechts in Gestalt einer kohärenten Kodifikation

<sup>196</sup> Dies dürfte primär auf die grossen Finanzkonzerne zutreffen, welche zwar ihren Hauptsitz in der Schweiz haben, aber z.B. das Geschäft mit kollektiven Kapitalanlagen zu einem grossen Teil etwa nach Luxemburg und an andere attraktive Fondsstandorte verlegt haben. Ihr primäres Interesse liegt darin, die im EU-Raum aufgelegten Produkte mit möglichst geringem Aufwand auf verschiedensten Märkten – darunter auch die Schweiz – vertreiben zu können. In diesem Zusammenhang sind auch die immer wieder auftauchenden Forderungen nach einer Abschaffung des sog. «Swiss Finish» bei der Prüfung und Genehmigung von UCITS zu verstehen. So unlängst wieder gefordert bei MÜLLER/STAUB (FN 187), 221.

<sup>197</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 61.

<sup>198</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 61. Zur Verschärfung der Verhaltensregeln allgemein siehe oben, Ziff. III. 3.

<sup>199</sup> FINMA-Vertriebsbericht, 37; Anhang, 23.

<sup>200</sup> Siehe hierzu oben, Ziff. III. 5., 5.2, insbes. FN 179 und FN 180.

<sup>201</sup> Siehe hierzu oben, FN 163.

<sup>202</sup> Den Grundstein für diese Idee hat im Jahr 1991 die Expertenkommission NOBEL/HERTIG/HIRSZOWICZ gelegt.

aufbringen wird, ist offen. Die Erfahrungen der vergangenen Jahre verheissen wenig Gutes, ist doch der Gesetzgeber – um es mit dem Esprit und der Eloquenz von PROF. PETER FORSTMOSER zu sagen – unlängst von der bedächtig vorwärts-kriechenden «Schildkröte» zum rasant ins Feld springenden «Hasen» mutiert!<sup>203</sup>

[Rz 78] Auf vage Prognosen sei vorliegend jedoch verzichtet; festzuhalten sind vielmehr die Fakten: Aus der heutigen Gestalt des schweizerischen Finanzmarktrechts als heterogenes, kaum koordiniertes Amalgam von Normen unterschiedlichster Rechtsnatur ergeben sich *Vollzugsprobleme struktureller Art*, die der Prosperität der Märkte und den dort agierenden Akteuren abträglich sind. Gefordert sind nun sämtliche Entscheidsträger aus Politik, Industrie und Verwaltung, um diesem «malaise» mit vereinten Kräften entgegenzuwirken. Auf dass sich der heute sanft am Horizont schwebende Hoffnungsschimmer der Anleger nicht schon bald wieder wie eine Fata Morgana in Nichts aufzulösen drohe!

## Literaturverzeichnis

EMILIOAS AVGOULEAS, The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform, *European Company and Financial Law Review* (2009) 440 ff.

OREN BAR-GILL, The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts, 94 *Cornell Law Review* (2009) 1073 ff.

MICHAEL S. BARR/SENDHIL MULLAINATHAN/ELDAR SHAFIR, Behaviorally Informed Financial Services Regulation, *New American Foundation, Working Paper*, October 2008.

BEAT BERNET/MATTHIAS HOFFMANN/ANDREAS MATTIG, Der Schweizer Parabankbereich – Bestandesaufnahme und strategische Herausforderungen, Studie im Auftrag des VQF, St. Gallen 2009

BÜRGI WOLFHART F./NORDMANN-ZIMMERMANN URSULA, Kommentar zu Art. 752 OR in: Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar), Bd. V: Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft, Teilband b/3: Art. 739-771 OR, Zürich 1979.

CHRISTIAN A. CAMENZIND, Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes, *Diss. Zürich* 1989, SSHW Bd. 121.

FRANCA CONTRATTO, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im Schweizerischen Recht, *Diss. Freiburg i.Ue.* 2006, AISUF Bd. Nr. 251.

FRANCA CONTRATTO, Der vereinfachte Prospekt für strukturierte

Produkte nach Art. 5 KAG – Pandorabüchse oder wirksame Anlegerschutzmassnahme?, *GesKR* 2-3 2006, 193 ff.

FRANCA CONTRATTO, Access to Justice for Investors in the Wake of the Financial Crisis: Test Cases as a Panacea, *SZW* 3/2009, 176 ff.

FRANCA CONTRATTO, Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter nach FINMA-Rundschreiben 2009/1: Nährboden für strukturelle Vollzugsdefizite?, *SZW* 5/2010, 341 ff.

FRANCA CONTRATTO, Obligatorische Ombudsstelle für den Finanzplatz Schweiz (erscheint demnächst in *AJP*).

DANIEL DAENIKER, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, *Diss. Zürich* 1992, SSHW Bd. 142, Zürich 1992.

TOM VAN DYCK, (Opt-out)Intermediation as an Alternative for Ensuring a True Protection for European Retail Investors?, *SSRN-Working Paper*, December 2009, 1 ff.

ROBERT ELSEN/LARS JÄGER, Revision der Prospekttrichtlinie – Überblick wesentlicher Neuerungen, *BKR – Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2010, 97 ff., insbes. 99 ff.

HOLGER FLEISCHER, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, *Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag*, in: Verhandlungen des vierundsechzigsten deutschen Juristentages, Bd. I, München 2002.

PETER FORSTMOSER, Von der Schildkröte zum Hasen – Beschleunigung im schweizerischen Gesetzgebungsverfahren, in: *Festschrift für Walter Ott zum 65. Geburtstag*, Zürich 2008, 161 ff.

STEPHAN GEIGER, Umsetzung der MiFID in der Schweiz, in: *Jusletter* 17. Januar 2011.

STEFAN GRIEDER/JANA ESSEBIER, Wann liegt ein öffentlicher Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen vor?, *Anmerkungen zum Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 14. Dezember 2009 (Abteilung II B-7765/2008)*, *Schweizer Treuhänder (ST)* 10/2010, 739-743.

HANS HARALD OTTO GUDE, Der Ombudsmann der privaten Banken in Deutschland, Grossbritannien und der Schweiz, *Diss. Bonn* 1998.

THOMAS VON HIPPEL, Der Ombudsmann im Bank- und Versicherungswesen: eine rechtsdogmatische und vergleichende Untersuchung, *Diss. Göttingen* 2000, *Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht* Bd. 78, Tübingen, 2000.

CHRISTINE JOLLS/CASS R. SUNSTEIN, Debiasing Through Law, 35 *Journal of Legal Studies*, 2006, 199 ff.

SABINE KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, *Habil. Zürich* 2005, *St. Gallen* 2007.

KINGA M. KONDOROSY, Die Prospekthaftung im internationalen Privatrecht, unter Berücksichtigung des US-amerikanischen,

<sup>203</sup> PETER FORSTMOSER, Von der Schildkröte zum Hasen – Beschleunigung im schweizerischen Gesetzgebungsverfahren, in: *Festschrift für Walter Ott zum 65. Geburtstag*, Zürich 2008, 161 ff.

englischen und deutschen Rechts, Diss. Zürich 1998, SSHW, Bd. 190, Zürich 1999.

MATTHIAS KUSTER, Zum Begriff der Öffentlichkeit und Gewerbmässigkeit im Kapitalmarktrecht (OR, BankG, BEHG und AFG), SZW 1997, 10 ff.

BENEDIKT MAURENBRECHER/STEFAN WALLER, Prospekthaftung und strukturierte Produkte, Kapitalmarkttransaktionen IV, Europa Institut Zürich, Bd. 98, Zürich 2009, 55 ff.

THOMAS M.J. MÖLLERS/TILMAN WEICHERT, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, NJW 2005, 2737 ff.

THOMAS S. MÜLLER/CHRISTIAN STAUB, Neuerungen im europäischen Anlagefondsrecht, Chance oder Risiko für den Fondsstandort Schweiz?, GesKR 2/2010, 216 ff.

MATTHÄUS DEN OTTER, EU-Marktzutritt der Schweiz für Kollektivanlagen, Die Volkswirtschaft 4/2010, 33.

SHELBY R. DU PASQUIER/PHILIPP FISCHER, Cross-border financial services in and from Switzerland, Regulatory frameworks and practical considerations, GesKR 4/2010, 436 ff.

LEANDRO PERUCCHI, Class Actions für die Schweiz, AJP 4/2011, 489 ff.

ISABELLE ROMY, Revidierter Konsumentengerichtsstand – eine Gefahr für Finanzdienstleister?, in: Das Schweizerische Prozessrecht im Umbruch, NKF-Schriftenreihe, Bd. 16, Juni 2010, 118 ff.

ANDREAS ROHR, Grundzüge des Emissionsrechts, Zürich 1990.

KATJA ROTH PELLANDA, Kommentierung von Art. 30 FINMAG, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz, Basel 2010

ARNOLD F. RUSCH, Ein Fall einseitiger Erhöhung von Bankgebühren vor dem Ombudsman, in: Jusletter 28. März 2011.

STEVEN L. SCHWARCZ, Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity, University of Illinois Law Review, Vol. 2004, No. 1; gleichzeitig: Duke Law School, Public Law Research Paper No. 34.

DAVID A. SKEEL JR., The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-21, November 2010.

BRIGITTA VARADINEK/THOMAS ASMUS, Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz: Verfahrensbeschleunigung und Verbesserung des Rechtsschutzes?, ZIP 29/2008, 1309 ff.

ROLF WATTER, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, AJP 1997, 269 ff.

THOMAS WERLEN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutzrecht?, SZW 1995, 270 ff.

DANIEL ZIMMER/JAN HÖFT, «Private Enforcement» im öffentlichen Interesse?, Ansätze zur Effektivierung der Rechtsdurchsetzung bei Streu- und Massenschäden im Kapitalmarkt,

Wettbewerbs- und Kartellrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, ZGR 2009, 662 ff.

DIETER ZOBL/RETO ARPAGAU, Aktuelle Probleme des Primärmarktes, SZW 1995, 244 ff.

DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004.

URS ZULAUF/DAVID WYSS/DANIEL ROTH, Finanzmarktenforcement, Eingreifende Verwaltungsverfahren der Eidg. Bankenkommision zur Durchsetzung des Banken-, Börsen-, Kollektivanlagen- und Geldwäschereigesetzes und Ausblick auf das Finanzmarktaufsichtsgesetz, Bern 2008

URS ZULAUF/OLIVER ZIBUNG, Aufsichtsregeln zur Vermögensverwaltung in der Schweiz – Status Quo und Ausblick, ZSR 2008 I, 9 ff.

JEAN-BAPTISTE ZUFFEREY, La réglementation des systèmes sur les marchés financiers secondaires, Contribution dogmatique et comparative à l'élaboration d'un droit des marchés financiers, Habil. Freiburg i.Ue. 1993, AISUF Bd. 130, Freiburg i.Ue. 1994, 491.

JEAN-BAPTISTE ZUFFEREY, (Dé-, re, sur- auto-, co-, inter-) réglementation en matière bancaire et financière, Thèses pour un état des lieux en droit suisse, Referat zum Schweizerischen Juristentag 2004, ZSR, NF 123 II 2004, 479 ff.

---

Dr. iur. Franca Contratto, Rechtsanwältin, LL.M. (Georgetown), ist Ambizione-Forscherin des Schweizerischen Nationalfonds (SNF), Habilitandin und Gast am Lehrstuhl von Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone an der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich. Sie hat sich bereits im Rahmen früherer Publikationen eingehend mit Anlegerschutzfragen beim Vertrieb von Finanzprodukten befasst. Der Fokus ihrer derzeitigen, vom Schweizerischen Nationalfonds unterstützten Forschung liegt auf Fragen des Rechtsschutzes und des Vollzugs im Wirtschaftsrecht.

---

\* \* \*