

Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter nach FINMA-Rundschreiben 2009/1: Nährboden für strukturelle Vollzugsdefizite?

Von Franca Contratto*

For a long time, independent asset managers in Switzerland have not been subject to a detailed regulatory framework, except for the rules on the prevention of money laundering and terrorism financing. The FINMA-Circular 2009/1 has put an end to this liberal approach as it required asset managers' professional organizations to adopt comprehensive codes of conduct governing the relationship between asset managers and their clients.

There is evidence that the practical implementation of these codes of conduct will be challenging, given that enforcement and sanctioning are entirely in the hands of self-regulatory bodies. Against this background, the present paper sheds light on potential enforcement deficits and discusses alternative regulatory approaches for the future.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Rechtliche Rahmenbedingungen für unabhängige Vermögensverwalter
 - 1. Sektorielle Regulierung anstelle von umfassender prudentieller Aufsicht
 - 2. Aufsichtsrechtliche Verhaltensregeln
 - 2.1 Herkömmliches Regulierungskonzept – neue Ausrichtung
 - 2.2 Werbeverbot für Kollektivanlagen als Aufhänger
 - 2.3 Konkretisierung durch Selbstregulierung
 - 2.4 Geltungsbereich
 - 2.4.1 Unterstellung: Recht oder Pflicht?
 - 2.4.2 Empirische Anhaltspunkte zur Unterstellungsdichte
- III. Probleme im praktischen Vollzug
 - 1. Institutionelle Defizite in der Aufsicht
 - 1.1 Fragmentierte Aufsichtsarchitektur
 - 1.2 Überlastung des Aufsichtsapparates
 - 2. Schwache Vollzugsmechanismen
 - 2.1 Zahnloses Instrumentarium zur Durchsetzung der Unterstellungspflicht
 - 2.2 Fehlende Aufsichtskompetenz der FINMA über die Branchenorganisationen
 - 2.3 Verbandssanktionen: Gefahr von «Race to the Bottom» und «Regulatory Capture»
- IV. Fazit und Kritik
 - 1. Vollzugsprobleme struktureller Natur
 - 2. Rechtsstaatliche Mängel
 - 1.1 Fragile, ja lückenhafte gesetzliche Grundlagen
 - 1.2 Fehlende demokratische Legitimation
 - 1.3 Beeinträchtigungen des Gleichheitsgebots
- V. Schlusswort

I. Einleitung

Unabhängige Vermögensverwalter verfügen in der Schweiz schon seit jeher über einen *aufsichtsrechtlichen Sonderstatus*: Obwohl sie gewerbmässig Finanzdienstleistungen erbringen und dabei Aspekte

des Kundenschutzes besonders intensiv involviert sind, üben unabhängige Vermögensverwalter ihre Tätigkeit nach wie vor bewilligungsfrei aus.¹ An der Oberfläche scheint sich der Mythos des frei von Regulierungszwängen agierenden, unabhängigen Vermögensverwalters relativ hartnäckig zu halten,² doch im Untergrund brodelt es, denn unlängst ist die Regulierung deutlich engmaschiger geworden: Seit 1. Oktober 2009 sind unabhängige Vermögens-

* Der vorliegende Beitrag ist Teil eines umfassenderen, vom Schweizerischen Nationalfonds (SNF) geförderten Forschungsprojekts, das sich mit Fragen des Rechtsschutzes und mit Vollzugsdefiziten im Schweizerischen Wirtschaftsrecht befasst. Die Autorin bedankt sich bei Frau PD Dr. iur. *Sabine Kilgus*, Rechtsanwältin, LL.M., Herrn Rechtsanwalt Dr. iur. *Armin Kühne*, Frau lic. iur. *Marie-Lise Mösch*, Frau Rechtsanwältin lic. iur. *Barbara Ofner*, LL.M. sowie bei Herrn lic. phil. *Mathias Schaad* für wertvolle Hinweise. Alle in diesem Beitrag zitierten Webseiten wurden zuletzt besucht am 19. September 2010.

¹ Unabhängige Vermögensverwalter sind per *definitionem* unabhängig von einer Bank oder von einem anderen prudentiell beaufsichtigten Finanzinstitut und verwalten gestützt auf eine Vollmacht Vermögen von Kunden, wobei die Konto- und Depotführung einer Bank vorbehalten sind. Vgl. hierzu statt Vieler: *Mario A. Bassi*, Der bankunabhängige Vermögensverwalter, Diss. Zürich 1996, 6 ff.; *Christoph Gutzwiller*, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich/Basel/Genf 2008, 10 f.; *Carlo Lombardini*, Droit Bancaire Suisse, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2008, 801 ff.; *Rolf H. Weber/Thomas Iseli*, Vertriebssträger im Finanzmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2008, N 152 ff., 287 ff.

² Die Frage, ob unabhängige Vermögensverwalter nicht einer umfassenderen Aufsicht zu unterstellen wären, wird seit bald 30 Jahren immer wieder diskutiert. Entgegen den Empfehlungen diverser Expertenkommissionen (*Nobel/Hertig/Hirszowicz*: 1991; *Zufferey*: 2000; *Zimmerli*: 2005) hat der Bundesrat im Jahr 2005 jedoch beschlossen, bis auf Weiteres auf die Einführung einer prudentiellen Aufsicht zu verzichten (Medienmitteilung des Bundesrates vom 19. Oktober 2005; <www.admin.ch/cp/d/43561166_1@fwsrv.html>).

verwalter, die bei der Bewirtschaftung ihrer Kundenportfolios kollektive Kapitalanlagen einsetzen wollen, verpflichtet, sich einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) anerkannten Verhaltenskodex einer Branchenorganisation zu unterstellen.³

Besonders bemerkenswert an diesen neuen *aufsichtsrechtlichen Verhaltensregeln* für Vermögensverwalter ist weniger deren Inhalt – dieser lehnt sich weitestgehend an die gestützt auf Art. 398 OR entwickelte Praxis der Zivilgerichte zum Vermögensverwaltungsvertrag an⁴ – als vielmehr die Ausgestaltung der entsprechenden Durchsetzungsmechanismen. Im praktischen Vollzug drohen mannigfache Probleme, zumal bei unabhängigen Vermögensverwaltern Aufsicht und Sanktionierung allfälliger Verstösse ausschliesslich in der Kompetenz von Branchenverbänden, also klassischen Selbstregulierungsorganisationen, liegen.⁵ Man mag einwenden, bei dieser Form der Selbstbeaufsichtigung⁶ handle es sich um ein bereits im Geldwäschereibereich erprobtes Enforcement-Konzept. Es fragt sich allerdings, ob dieser Ansatz für den Vollzug von Regulierungsmassnahmen, welche in ihrem Kern Fragen privatrechtlicher Natur betreffen,⁷ ebenso geeignet ist. Ganz abgesehen davon ist das System der Selbstbeaufsichtigung auch im Geldwäschereibereich nicht ganz unumstritten.⁸

Vor diesem Hintergrund liegt das *Ziel* dieser prospektiven Studie darin, gewisse *strukturell bedingte Vollzugsdefizite* zu *antizipieren*, um die betroffenen Vermögensverwalter, deren Branchenverbände und die für die Kontrollen zuständigen Prüfgesellschaften frühzeitig für Probleme im praktischen Vollzug der neuen Verhaltensregeln zu sensibilisieren.

Der vorliegende Beitrag vermittelt zunächst einen Überblick über die für unabhängige Vermögensverwalter geltende, rechtliche Rahmenordnung; namentlich werden die neuen aufsichtsrechtlichen Mindeststandards für unabhängige Vermögensverwalter inhaltlich skizziert und erläutert, wie sich diese in die bestehende Rechtsordnung einfügen [II]. In ihrem Kern konzentriert sich die Untersuchung auf potenzielle Vollzugsdefizite, welche sich aus konzeptionellen Mängeln der gesetzlichen, regulatorischen und selbstregulatorischen Grundlagen ergeben könnten. Da die erforderlichen empirischen Daten für eine Beurteilung des *law in action*⁹ (noch) nicht erhältlich sind,¹⁰ beschränkt sich die Analyse primär auf das *law in the books*. [III]. Im Rahmen einer Kritik wer-

tersuchung zur praktischer Umsetzung der Geldwäschereigesetzgebung zahlreiche Vollzugsdefizite zutage gefördert («Vollzugsprobleme bei der Umsetzung des Geldwäschereigesetzes: Die Aufsicht über die Finanzintermediäre gemäss Artikel 2 Absatz 3 GwG», Bericht der GPK des Nationalrates vom 29. Juni 2001, BBl 2001 6346 ff.). Siehe hierzu auch hinten IV.1. Für eine grundlegende Kritik an der Wirksamkeit dieses Systems siehe *Nicolas Queloz*, La Suisse et le contrôle contre le blanchiment d'argent: La quadrature du cercle entre autorégulations privées, contrôles administratifs et interventions pénales, *Revue des Associations de juristes européens pour la protection des intérêts financiers des Communautés Européennes (AGON)* 32/2001, 2 ff., 4 f. Für eine Kritik aus heutiger Sicht siehe *Heierli* (Fn. 6), 46 ff.

³ Zu den inhaltlichen Einzelheiten siehe hinten II.2.2. Für Hinweise zum Inkrafttreten bzw. zur Übergangsfrist siehe Fn. 29.

⁴ Im Kern geht es um die Konkretisierung der vom Vermögensverwalter geschuldeten Informations-, Sorgfalts- und Treuepflicht. Zum Inhalt der neuen Verhaltenskodizes siehe hinten II.2.3.

⁵ Im Einzelnen siehe hinten III.1.1 und III.2.3.

⁶ In der Schweiz hat es sich zwar eingebürgert, auch dann von Selbstregulierung zu sprechen, wenn Private anstelle staatlicher Behörden die Aufsicht und das Enforcement der von Privaten gesetzten Normen wahrnehmen. Die Doktrin geht jedoch mehr und mehr dazu über, Rechtsetzung (Selbstregulierung) und Rechtsdurchsetzung (Selbstbeaufsichtigung) durch Private begrifflich voneinander zu trennen. Eingehend hierzu *Christian Heierli*, Das Konzept der Selbstregulierung im GwG, *GesKR* 1/2010, 38 ff., 39 m.w.H.

⁷ Nach *Susan Emmenegger*, Die Informationspflichten der Bank bei Anlagegeschäften: Tout devient du droit public?, *Festschrift für Roland von Büren*, Basel 2009, 643 ff., 654, gehört das «Regelungsanliegen» des FINMA-RS 2009/1 (Fn. 31) «in materieller Hinsicht zu den Kernmaterien des Privatrechts».

⁸ Schon im Jahr 2001 hatte eine von der Geschäftsprüfungskommission des Nationalrates (GPK) vorgenommene Un-

⁹ Dieser geflügelte Begriff entstammt der Strömung des *Legal Realism* (grundlegend: *Roscoe Pound*, *Law in Books and Law in Action*, 44 *American Law Review*, [1910] 12 ff.) und steht quasi diametral zum *law in the books* für die Rechtswirklichkeit, welche sich aus der konkreten Rechtsanwendung durch Behörden, Gerichte und Private mit beschränkten hoheitlichen Befugnissen, wie Selbstregulierungsorganisationen, ergibt.

¹⁰ Die Einhaltung der neuen Verhaltensregeln wird ab Spätsommer 2010 durch die Revisionsgesellschaften der unabhängigen Vermögensverwalter erstmals geprüft. Allfällige standesrechtliche Sanktionsverfahren der Branchenorganisationen sind deshalb nicht vor Anfang 2011 zu erwarten. Da diesbezüglich aber keine Publikums TRANSPARENZ besteht (siehe hierzu hinten V), wird eine Analyse des *law in action* vermutlich auch in Zukunft schwierig, wenn nicht gar unmöglich bleiben.

den die Grenzen des heutigen Regulierungsansatzes aufgezeigt, namentlich auch unter Hinweis auf diverse Probleme rechtsstaatlicher Natur [IV]. Die Abhandlung schliesst mit einer Skizzierung alternativer Regulierungsoptionen für die Zukunft [V].

II. Rechtliche Rahmenbedingungen für unabhängige Vermögensverwalter

1. Sektorielle Regulierung anstelle von umfassender prudentieller Aufsicht

In der Schweiz werden Vermögensverwaltungsdienstleistungen von einer äusserst heterogenen Gruppe von Akteuren erbracht; dementsprechend existiert auch *kein einheitliches aufsichtsrechtliches Regime*.¹¹ Banken, Effekthändler, Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen und Fondsleitungen unterliegen alle gewissen – wenn auch unterschiedlich strengen – regulatorischen Mindestanforderungen¹² und sie unterstehen der prudentiellen Aufsicht durch die FINMA.¹³ Diesen Instituten steht eine sehr grosse Zahl von unabhängigen Vermögensverwaltern gegenüber.¹⁴ Unabhängige Vermögensverwalter sind – anders als im umliegenden Europa¹⁵ – in der

Schweiz nur *sektoriell reguliert* und sie unterstehen auch nur in Bezug auf einzelne Dienstleistungen bzw. für gewisse Risikoaspekte einer Aufsicht, wobei Letztere fast ausschliesslich von nicht-staatlichen Organen wahrgenommen wird:

Im Vordergrund steht die Einhaltung der einschlägigen Sorgfaltspflichten zur Verhinderung von *Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung*.¹⁶ Unabhängige Vermögensverwalter gelten als Finanzintermediäre i.S.v. Art. 2 Abs. 3 lit. e GwG und sind daher verpflichtet, sich zu Überwachungszwecken einer Selbstregulierungsorganisation (SRO) anzuschliessen.¹⁷ Die Geldwäschereiaufsicht kann zwar auch direkt durch die FINMA erfolgen, doch hält sich die Zahl der direkt der FINMA unterstellten Finanzintermediäre (DUFI) in relativ engen Grenzen.¹⁸

Der zweite Regelungsbereich, in welchem unabhängige Vermögensverwalter gewissen regula-

reg. Portfolioverwaltung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 9 MiFID). Sie bedürfen einer Zulassung in ihrem Herkunftsstaat und unterliegen umfassenden regulatorischen Anforderungen. Besonders erwähnenswert sind die gestützt auf Art. 19 MiFID geltenden Wohlverhaltensregeln. Zum Ganzen ausführlich *Rolf Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Habil. Tübingen 2001/02, Köln 2005, 477 ff., 486 ff., 495 ff. Für einen Überblick über die für Vermögensverwalter in Deutschland, Österreich, Grossbritannien, Frankreich und Italien geltende Gesetzgebung siehe Schweizerisches Institut für Rechtsvergleichung, *Avis sur les professions libérales et la libre circulation des services*, Oktober 2008 (<[www.freiberufe.ch/file/PDFs/ Etude_compl%e8te_d%e9finitive_toutes_professions_7_10_2008.pdf](http://www.freiberufe.ch/file/PDFs/Etude_compl%e8te_d%e9finitive_toutes_professions_7_10_2008.pdf)>), 184 ff.

¹⁶ Gestützt auf Art. 3–8 des Bundesgesetzes vom 10. Oktober 1997 über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung im Finanzsektor (SR 955.0; GwG) müssen Finanzintermediäre eine Reihe von Sorgfaltspflichten erfüllen (Identifizierung der Vertragspartei, Feststellung des wirtschaftlich Berechtigten, Abklärungs- und Dokumentationspflichten) und organisatorische Massnahmen zur Bekämpfung von Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung treffen. Zum Ganzen vgl. *Christoph K. Graber/Dominik Oberholzer*, Das neue GwG, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, passim; *Werner de Capitani*, in: Niklaus Schmid (Hrsg.), *Kommentar Einziehung – Organisiertes Verbrechen – Geldwäscherei*, Band II, Zürich/Basel/Genf, 2002, 721 ff.

¹⁷ Art. 14 Abs. 1 i.V.m. Art. 24 GwG. In der Schweiz gibt es derzeit 11 anerkannte SRO (<www.finma.ch/d/beaufsichtigte>). Zu den Anerkennungs Voraussetzungen siehe *Graber/Oberholzer* (Fn. 16), Art. 24 N 6.

¹⁸ Mitte Juni 2010 waren 421 DUFI registriert (<www.finma.ch/d/beaufsichtigte>). Die Überwachung erfolgt durch die Gruppe Geldwäscherei und Finanzintermediäre der FINMA.

¹¹ Grundlegend: *Urs Zulauf/Oliver Zibung*, Aufsichtsregeln zur Vermögensverwaltung in der Schweiz – Status Quo und Ausblick, ZSR 2008 I, 9 ff., 15 ff., 34.

¹² Neben der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit sind namentlich etwa Vorgaben zur Betriebsorganisation und zum Mindestkapital sowie Liquiditäts-, Eigenmittel- und Risikoverteilungsvorschriften einzuhalten. Banken unterliegen insgesamt den strengsten Anforderungen vor Effekthändlern, Fondsleitungen und Vermögensverwaltern kollektiver Kapitalanlagen.

¹³ Zum Begriff der prudentiellen Aufsicht vgl. Expertenkommission *Zimmerli*, I. Teilbericht, Integrierte Finanzmarktaufsicht, 2003, 20.

¹⁴ Im Jahr 2006 wurde der Bestand auf rund 2600 unabhängige Vermögensverwalter geschätzt: *Hans Geiger/Christian Bühler*, Etablierte unabhängige Vermögensverwalter – 500 Milliarden Franken an betreuten Geldern, NZZ Nr. 43 vom 21. Februar 2006, 25. Für Einschätzungen zur zukünftigen Entwicklung vgl. *Beat Berner/Matthias Hoffmann/Andreas Mattig*, Der Schweizer Parabenbereich – Bestandaufnahme und strategische Herausforderungen, Studie im Auftrag des VQF, St. Gallen 2009, insbes. 65 ff., 73 ff.

¹⁵ In der EU gelten Vermögensverwalter als Wertpapierfirmen i.S.v. Art. 1 MiFID (Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, ABl L 145 vom 30. April 2004, 1 ff.; vgl. hierzu die Legaldefinition der

torischen Anforderungen gerecht werden müssen, betrifft Dienstleistungen im Zusammenhang mit *kollektiven Kapitalanlagen* gemäss Kollektivanlagengesetz (KAG).¹⁹ Im Unterschied zu den Vorgaben im Geldwäschereibereich handelt es sich hier jedoch nicht um eine flächendeckende Regulierung; von der Regulierung erfasst werden nämlich nur unabhängige Vermögensverwalter, welche spezifische Dienstleistungen erbringen wollen:

- Bietet ein unabhängiger Vermögensverwalter zusätzlich zu seinem Kerngeschäft Vertriebsdienstleistungen im Interesse der Produzenten²⁰ von kollektiven Kapitalanlagen an, so muss er eine Lizenz als *Vertriebsträger* beantragen²¹ und sich zur Einhaltung der Verhaltensregeln der Swiss Funds Association (SFA) verpflichten.²² Vertriebsträger werden zwar nicht prudentiell durch die FINMA beaufsichtigt, es besteht jedoch eine Form der indirekten Aufsicht durch die Produzenten von Kollektivanlagen, welche mit dem Vertriebsträger einen Vertriebsvertrag abgeschlossen haben.²³
- Will ein unabhängiger Vermögensverwalter nebst den Portfolios von Einzelkunden auch schweizerische Kollektivanlagen verwalten, so bedarf er zwingend einer Bewilligung als *Vermögensver-*

walter kollektiver Kapitalanlagen.²⁴ Diese «institutionellen Asset Manager» unterstehen der prudentiellen Aufsicht durch die FINMA und sind zur Einhaltung regulatorischer Mindestanforderungen²⁵ sowie der einschlägigen Verhaltensregeln der SFA²⁶ verpflichtet. Angesichts dieses «*regulatory burden*» erstaunt es nicht, dass nur relativ wenige unabhängige Vermögensverwalter auch institutionelles Asset Management betreiben.²⁷ Um grenzüberschreitend Dienstleistungen in europäische Nachbarländer erbringen zu können, d.h. ausländische Kollektivanlagen verwalten zu können, ist zudem eine freiwillige Unterstellung als Verwalter ausländischer Kollektivanlagen möglich (Art. 13 Abs. 4 KAG).²⁸

Für einige Zeit waren dies die einzigen aufsichtsrechtlichen Vorgaben, die von unabhängigen Vermögensverwaltern zu beachten waren. Vor Kurzem ist jedoch eine *neue Ära* angebrochen:

Seit 1. Oktober 2009 müssen sich unabhängige Vermögensverwalter dem *Verhaltenskodex einer*

¹⁹ Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (SR 951.31; KAG).

²⁰ Hierzu gehören Fondsleitungen (Art. 28 ff. KAG), SICAV (Art. 36 ff. KAG) und Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen (Art. 123 ff. KAG).

²¹ Art. 19 KAG. Bewilligungsvoraussetzungen sind neben der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit der Nachweis einer angemessenen Betriebsorganisation sowie ausreichende finanzielle Garantien, etwa in Form einer Berufshaftpflichtversicherung mit einer jährlichen Schadensdeckung von mindestens CHF 250 000.– (Art. 14 KAG; Art. 30 Abs. 1 KKV). Zum Ganzen vgl. *Catrina Luchsinger Gähwiler*, Der Vertrieb von Fondsanteilen, Diss. Zürich 2003, 148 ff. (behandelt zwar die Rechtslage unter dem Anlagefondsgesetz, bleibt aber in weiten Teilen aktuell). Zum neuen Recht vgl. *Weber/Iseli* (Fn. 1), N 88 ff.

²² SFA-Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen vom 29. Mai 2008 (<www.sfa.ch/self-regulation/distribution>).

²³ Die Promotoren von Kollektivanlagen (Fn. 20) sind dazu verpflichtet, ihre Produkte nur über Vertriebsträger zu vertreiben, die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten (Art. 24 KAG; Verhaltensregeln der SFA für die schweizerische Fondswirtschaft vom 30. März 2009, Rz. 85 ff.; <www.sfa.ch/self-regulation/codes-of-conduct>). Für Einzelheiten zu dieser indirekten Aufsicht siehe hinten III.1.1.

²⁴ Art. 13 Abs. 2 lit. f KAG. Die Bewilligungspflicht gilt nur für die Verwaltung von schweizerischen Kollektivanlagen; Verwalter ausländischer Kollektivanlagen können jedoch freiwillig eine Lizenz beantragen (Art. 13 Abs. 4 KAG).

²⁵ Art. 14 KAG i.V.m. Art. 19 ff. KKV. Neben dem Gewährserfordernis und dem Nachweis einer angemessenen Betriebsorganisation (internes Kontrollsystem, Compliance-Funktion und Risikomanagement) bestehen finanzielle Anforderungen (Eigenkapital von mindestens CHF 200 000.–; Eigenmittel von mindestens 25% der Fixkosten der letzten Jahresrechnung, jedoch maximal CHF 20 Mio.). Vgl. *Weber/Iseli* (Fn. 1), N 78 ff.; *Jean-Baptiste Zufferey*, Les gérants de fortune indépendants: réglementés et surveillés, ou non?, GesKR 4/2006, 323.

²⁶ SFA-Verhaltensregeln für Verwalter von kollektiven Kapitalanlagen vom 31. März 2009 (<www.sfa.ch/self-regulation/codes-of-conduct>).

²⁷ Mitte September 2010 waren nur gerade 79 Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen registriert (<www.finma.ch/institute/pdf_d/assetmanager.pdf>).

²⁸ Da die fehlende prudentielle Aufsicht international üblichen Standards entspricht, besteht für unabhängige Vermögensverwalter kein Marktzugang zum EU-Raum. Das Regulierungskonzept des Vermögensverwalters von Kollektivanlagen wurde mit dem KAG neu geschaffen, um Schweizer Vermögensverwaltern eine Tätigkeit im EU-Raum zu ermöglichen. Offenbar fand das neue Konzept bisher jedoch wenig Anklang. So *Zulauf/Zibung* (Fn. 11), 24. Vor Erlass des KAG bestand für unabhängige Vermögensverwalter die Möglichkeit, freiwillig eine Bewilligung als Effektenhändler zu beantragen. Vgl. hierzu *Zufferey*, (Fn. 25), 321 ff.

Branchenorganisation i.S.v. Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV²⁹ unterstellen, sobald sie im Rahmen der Portfolioverwaltung für ihre Kunden kollektive Kapitalanlagen erwerben wollen.³⁰ Kontrolle und Sanktionierung allfälliger Verstösse gegen die Verhaltensregeln sind den Branchenorganisationen vorbehalten, wobei deren Standesregeln der Anerkennung durch die FINMA bedürfen. Die inhaltlichen Mindestanforderungen hierfür sind im *FINMA-Rundschreiben 2009/1 «Eckwerte zur Vermögensverwaltung»* verankert.³¹

2. Aufsichtsrechtliche Verhaltensregeln

2.1 Herkömmliches Regulierungskonzept – neue Ausrichtung

Aufsichtsrechtliche Verhaltensregeln sind in der Vermögensverwaltungsbranche nichts Neues; man denke nur etwa an die bereits seit 1979 existierenden Richtlinien für Vermögensverwaltungsverträge der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg);³² ähnliche Kodizes wurden Mitte der 1990er-Jahre auch für Effekthändler³³ und für sämtliche Bewilligungs-

träger im Kollektivanlagenbereich geschaffen.³⁴ Die Vertrautheit mit diesem Regulierungskonzept mag der Grund dafür sein, weshalb Reaktionen auf den durch Art. 6 Abs. 2 KKV i.V.m. FINMA-RS 2009/1 ausgelösten Regulierungsschub bisher weitestgehend ausblieben sind.³⁵ Ein eigentliches *regulatorisches Novum* liegt jedoch insofern vor, als Aspekte des Kundenschutzes im Zusammenhang mit Mandaten unabhängiger Vermögensverwalter erstmals Gegenstand eines umfassenden aufsichtsrechtlichen Regelwerks bilden. Neu soll der *Kundenschutz* nicht mehr durch Vertriebsverbote für bestimmte Produkte, sondern durch Verhaltensregeln am *«Point of Sale»*, also an der Schnittstelle zum Kunden, gewährleistet werden.³⁶ Bemerkenswert ist dabei insbesondere, dass sich die neuen *«Eckwerte zur Vermögensverwaltung»* inhaltlich an die einschlägigen EU-Standards unter MiFID anlehnen.³⁷ Neu ist auch der Ansatz, die Einhaltung der Verhaltensregeln durch Branchenorganisationen überprüfen und sanktionieren zu

tenhandelsgeschäftes vom 22. Januar 1997 (Stand 2008; <www.swissbanking.org>).

²⁹ Verordnung des Bundesrates vom 22. November 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (SR 951.311; KKV). Um den betroffenen Vermögensverwaltern genügend Zeit zur Schaffung von Branchenorganisationen und zur Verabschiedung von Verhaltensregeln einzuräumen, wurde eine Übergangsfrist bis zum 30. September 2009 vorgesehen. Vgl. hierzu FAQ der FINMA zur Vermögensverwaltung (FAQ VV, Stand 24. Juni 2010; <www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-vermoegensverwaltung.aspx>), Antwort auf Frage 15.

³⁰ Eine Pflicht zur Unterstellung besteht allerdings nur dann, wenn es sich dabei um Retailkunden handelt, also um Investoren, die nicht die Kriterien des qualifizierten Anlegers erfüllen. Vgl. hierzu hinten II.2.2. Zum Kreis der qualifizierten Anleger vgl. Fn. 44.

³¹ FINMA-RS 2009/1 vom 18. Dezember 2008, in Kraft seit 1. Januar 2009 (<www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2009-01.pdf>). Zu dessen Inhalt siehe hinten II.2.3.

³² Letztere wurden bereits mehrfach revidiert; letztmals im Jahr 2009, um den gesteigerten Transparenzforderungen an die Entschädigung des Vermögensverwalters nach Rz. 27–31 des FINMA-RS 2009/1 gerecht zu werden. Die neueste Fassung tritt am 1. Januar 2011 in Kraft (<www.swissbanking.org>). Zur Entwicklung der Richtlinie vgl. *Christoph Winzeler*, Die Richtlinie für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung, in: Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl, Zürich 2004, 157 ff.

³³ Verhaltensregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung für Effekthändler bei der Durchführung des Effek-

tenhandelsgeschäftes vom 22. Januar 1997 (Stand 2008; <www.swissbanking.org>).

³⁴ Die Verhaltenskodizes der SFA (<www.sfa.ch/self-regulation>) betreffen Fondsleitungen, SICAV, Vertreter ausländischer Kollektivanlagen, Vermögensverwalter von Kollektivanlagen und – eingeschränkt – Vertriebssträger. Siehe auch Fn. 22, Fn. 23 und Fn. 26.

³⁵ Als kontrovers erwiesen sich jedoch die Vorgaben der FINMA zur Vermeidung von Interessenkonflikten im Zusammenhang mit Retrozessionen. Die im FINMA-RS 2009/1 (Fn. 31) verankerte Offenlegungspflicht dürfte inzwischen jedoch weitestgehend anerkannt sein. Zu den zivilrechtlich umstrittenen Fragen im Zusammenhang mit Retrozessionen vgl. statt Vieler *Susan Emmenegger*, Anlagelkosten: Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung, in: Emmenegger (Hrsg.), Anlagerecht, Basel 2007, 59 ff., 83 ff.; *Peter Hsu*, Retrozessionen, Provisionen und Finder's Fees, in: Dutoit/Berti/Isler et al. (Hrsg.), Bibliothek zur Zeitschrift für Schweizerisches Recht, Bd. 45, Basel/Genf/München 2006.

³⁶ Zu diesem Regulierungstrend siehe *Sandro Abegglen*, *«Point of Sale»-Aufklärung und Produkttransparenz – die Informationspflichten beim Anlagegeschäft der Banken*, in: Isler/Cerutti (Hrsg.), Europa Institut Zürich, Vermögensverwaltung II, Zürich 2009, 61 ff.

³⁷ Vgl. hierzu Fn. 15. Von inhaltlicher Kongruenz kann freilich nicht die Rede sein. Ein anschauliches Beispiel hierfür ist die Offenlegungspflicht für die Entschädigung des Vermögensverwalters: Das FINMA-RS 2009/1 sieht zwar ähnliche Anforderungen vor wie sein europäisches Pendant; dennoch bestehen materiellrechtlich entscheidende Abweichungen. Vgl. *Franca Contratto/Heidi Eriksson*, Offenlegung von Vertriebsentschädigungen in der EU: Einheitssprache oder Vielfalt der Dialekte?, GesKR 2009/3, 300 ff., 301 Fn. 8.

lassen.³⁸ Hier entsteht eine Parallelität mit der Zivilgerichtsbarkeit, die gewisse Koordinationsprobleme heraufbeschwört.³⁹

2.2 Werbeverbot für Kollektivanlagen als Aufhänger

Die im FINMA-RS 2009/1 verankerten Mindeststandards für das Vermögensverwaltungsgeschäft finden ihre regulatorische Wurzel in der Kollektivanlagengesetzgebung.⁴⁰ Im Unterschied zu anderen Finanzprodukten wie etwa strukturierten Produkten,⁴¹ ist nämlich der öffentliche Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen bewilligungspflichtig: Wer für Kollektivanlagen *öffentlich Werbung* betreibt, ohne über eine entsprechende Bewilligung zu verfügen, macht sich strafbar (Art. 148 Abs. 1 lit. d KAG).⁴² Aufgrund einer sehr extensiven Auslegung des Begriffs der öffentlichen Werbung⁴³ riskiert ein unabhängiger Ver-

mögensverwalter bereits einen Verstoss gegen das Werbeverbot, sobald er für seine nicht als qualifizierten Anleger⁴⁴ geltenden Kunden kollektive Kapitalanlagen erwirbt.⁴⁵ Um derart rigide Auswirkungen auf die Vermögensverwalter und ihre Kunden zu mildern, hat der Bundesrat folgenden *«regulatorischen Kunstgriff»* vorgenommen: Vermögensverwaltungskunden aus dem Retailsegment, welche mit einem unabhängigen Vermögensverwalter einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen haben, werden in den Stand der *qualifizierten Anleger* erhoben, sofern folgende, in Art. 6 Abs. 2 KKV⁴⁶ verankerte Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind:

- Der Vermögensverwalter ist als Finanzintermediär dem GwG unterstellt;⁴⁷
- der Vermögensverwalter untersteht den Verhaltensregeln einer Branchenorganisation, die von der FINMA als Mindeststandards anerkannt sind; und
- der Vermögensverwaltungsvertrag entspricht den anerkannten Richtlinien einer Branchenorganisation.

³⁸ Im Unterschied dazu wird die Einhaltung einschlägiger Verhaltensregeln der SBVg und der SFA für Banken, Effektenhändler oder Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen von der FINMA im Rahmen der prudentiellen Aufsicht überwacht.

³⁹ Siehe hierzu auch IV.2.2.

⁴⁰ Art. 20 Abs. 2 KAG i.V.m. Art. 6 Abs. 2 KKV.

⁴¹ Rechtlich betrachtet, mutet das unterschiedliche Regulierungsniveau für Kollektivanlagen und für strukturierte Produkte geradezu paradox an. Es lässt sich nur durch historische Entwicklungen – die Wurzeln der Schweizer Fondsregulierung stammen aus den frühen 1960er-Jahren – und durch geschicktes Lobbying der betroffenen Finanzinstitute im Zusammenhang mit der Schaffung einer Sonderregelung für strukturierte Produkte in Art. 5 KAG erklären (kritisch hierzu *Franca Contratto*, Vereinfachter Prospekt für strukturierte Produkte nach Art. 5 KAG – Pandorabüchse oder wirksame Anlegerschutzmassnahme, GesKR 2/2006, 193 ff.). Es überrascht daher nicht, dass die FINMA unlängst zum niederschmetternden Fazit kam, das Regulierungskonzept des vereinfachten Prospekts i.S.v. Art. 5 KAG habe in der Praxis rundweg versagt (FINMA, «Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft», 2. März 2010; <www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/bericht-lehman-madoff-20100302-d.pdf>). Es ist somit nicht auszuschliessen, dass es irgendwann doch noch zu einer Angleichung der Regulierungsniveaus kommen wird.

⁴² Zu den Rechtsfolgen eines Verstosses gegen das Werbeverbot siehe hinten III.2.1, insbes. Fn. 101. Sämtliche Bewilligungsträger nach KAG, also namentlich Verwalter kollektiver Kapitalanlagen oder Vertriebsträger (zu den Bewilligungsvoraussetzungen siehe vorn II.1.), dürfen hingegen uneingeschränkt öffentlich für kollektive Kapitalanlagen Werbung betreiben.

⁴³ Gemäss Rz. 9 des FINMA-RS 2008/8, «Öffentliche Werbung kollektive Kapitalanlagen» vom 20. November 2008

(<www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-08.pdf>), gilt jede Werbung, die sich nicht ausschliesslich an qualifizierte Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3 und Abs. 4 KAG richtet, als öffentlich. Diese extensive Auslegung ist jedoch nicht unumstritten. Siehe hierzu hinten III.2.1, insbes. Fn. 107 ff.

⁴⁴ Als qualifizierte Anleger gelten beaufsichtigte Finanzintermediäre wie Banken, Effektenhändler und Fondsleitungen, Versicherungseinrichtungen, öffentlich-rechtliche Körperschaften und Vorsorgeeinrichtungen mit professioneller Tresorerie, Unternehmen mit professioneller Tresorerie, vermögende Privatpersonen sowie Anlegerinnen und Anleger, die mit einer Bank, einem Effektenhändler oder einer Fondsleitung einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen haben. Art. 10 Abs. 3 und 4 KAG i.V.m. Art. 6 KKV. Vgl. hierzu auch FINMA-RS 2008/8 (Fn. 43), Rz. 10–12.

⁴⁵ FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 16. Siehe hierzu hinten II.2.4.1. Grundsätzlich unproblematisch ist das Werbeverbot von Art. 3 KAG hingegen für jene unabhängigen Vermögensverwalter, welche ausschliesslich für qualifizierte Anleger tätig sind. Vgl. hierzu vorn Fn. 43 und Fn. 44. Mit Blick auf das Werbeverbot unbedenklich sind zudem jene (seltenen) Fälle, in welchen der Vermögensverwalter nachweisen kann, dass der Kunde selbst entsprechende Informationen über Kollektivanlagen nachgefragt oder in eigener Regie einen entsprechenden Zeichnungsauftrag erteilt hat: FINMA-RS 2008/8 (Fn. 43), Rz. 6.

⁴⁶ Die Bestimmung wurde gestützt auf die Delegationsnorm von Art. 10 Abs. 4 KAG erlassen, welche den Bundesrat ermächtigt, weitere Anlegerkategorien als qualifiziert zu bezeichnen.

⁴⁷ Art. 2 Abs. 3 lit. e GwG. Siehe vorn Fn. 16.

Es mag *prima facie* erstaunen, dass sich die rechtliche Grundlage der neuen Verhaltensregeln für Vermögensverwalter aus einem Erlass ergibt, welcher nur den beschränkten Markt der kollektiven Kapitalanlagen zum Gegenstand hat. Hält man sich jedoch die bereits seit anfangs der 1980er-Jahre andauernde – weitestgehend ergebnislos verlaufene – Diskussion über die Einführung einer prudentiellen Aufsicht über unabhängige Vermögensverwalter vor Augen,⁴⁸ so ist unschwer erkennbar, dass die – zugegebenermassen etwas gesuchte – Anknüpfung an das Kollektivanlagengesetz ideal erschien, um längst fällige Kundenschutzbestimmungen für unabhängige Vermögensverwalter ausserhalb eines langwierigen parlamentarischen Gesetzgebungsprozesses einzuführen. Proteste seitens der Vermögensverwaltungsbranche gegen diese doch beträchtliche Erhöhung der Regulierungsdichte blieben vermutlich deshalb aus, weil die neue Regelung auch beträchtliche Vorteile für unabhängige Vermögensverwalter mit sich bringt.⁴⁹

2.3 Konkretisierung durch Selbstregulierung

Das FINMA-RS 2009/1 entfaltet keine direkte Wirkung für die einzelnen Vermögensverwalter. Es sieht vielmehr folgende *Eckwerte* vor, welche durch die Branchenorganisationen in Form gesteuerter Selbstregulierung⁵⁰ konkretisiert werden müssen:

- *Formelle und inhaltliche Vorgaben für den Vermögensverwaltungsvertrag*: Der Vertrag ist zwingend schriftlich abzufassen und muss u.a. folgende Aspekte regeln: Umfang der Befugnisse des Vermögensverwalters; Anlageziele bzw. -beschränkungen; Methode und Periodizität der Rechenschaftsablage sowie eine allfällige Delegation an Dritte.⁵¹
- *Treuepflicht*: Der Vermögensverwalter verpflichtet sich zur vollumfänglichen Wahrung der Kundeninteressen, wobei Interessenkonflikte zu vermeiden sind und ein absolutes Verbot missbräuchlicher Verhaltensweisen wie etwa Speschinderei oder Front-, Parallel- oder After Running gilt.⁵²
- *Sorgfaltpflicht*: Der Vermögensverwalter gewährleistet eine seiner Geschäftstätigkeit angemessene Organisation sowie eine mit den Anlagezielen des Kunden konforme Anlagepolitik und er trifft Vorkehrungen im Bereich Risikomanagement.⁵³
- *Informationspflicht*: Nebst einem Hinweis auf die anwendbaren Standesregeln informiert der Vermögensverwalter auch über seine interne Organisation. Im Zentrum stehen Informationen über die Risiken der vereinbarten Anlagestrategie und die Pflicht des Vermögensverwalters zur pflichtgemässen Rechenschaftsablage.⁵⁴
- *Entschädigung*: Der Vermögensverwalter hat in den Verträgen mit seiner Kundschaft die Art, Modalitäten und Elemente seiner Entschädigung detailliert zu regeln. Ausserdem bestehen diverse Offenlegungspflichten mit Blick auf Leistungen Dritter (z.B. Finder's Fees, Courtagen oder Retrozessionen) und die potenziell damit verbundenen Interessenkonflikte.⁵⁵

Während der bis zum 30. September 2009 dauernden Übergangsfrist wurden folgende Verhaltenskodizes von *Branchenorganisationen für unabhängige Vermögensverwalter* von der FINMA anerkannt:⁵⁶

⁴⁸ Vgl. eingehend *Zufferey* (Fn. 25), 319 f.

⁴⁹ Siehe hierzu hinten II.2.4.1.

⁵⁰ Darunter versteht man eine Regelsetzung durch Private, welche nicht nur staatlich delegiert, sondern auch inhaltlich gesteuert ist, weil der Staat gewisse Eckwerte vorgibt. Oft wird in diesem Kontext auch von Co-Regulierung gesprochen, weil ein Zusammenwirken von Selbstregulierungsorganisation und staatlicher Aufsichtsbehörde bei der Erarbeitung derartiger Normen stattfindet. Vgl. EBK-Thesepapier zur Selbstregulierung, Juli 2007, 11 ff. (<www.finma.ch/archiv/ebk/d/publik>). Zum Phänomen der Co-Regulierung vgl. *Monika Roth*, Die Standesregeln der Schweizer Banken und ihre Relevanz für eine Haftung aus Vertrag und aus Delikt, Diss. Basel 2004, Basel/Genf/München 2004, 102 ff. Zur Selbstregulierung im Finanzmarktrecht vgl. statt Vieler *Peter Nobel*, Selbstregulierung, in: Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht, Festgabe für Jean-Paul Chapuis, Zürich 1998, 119 ff.; *Rolf Watter/Dieter Dubs*, Bedeutung und Zukunft der Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, ST 10/05, 743 ff., 744 f.; *Jean-Baptiste Zufferey*, (Dê-, re, sur- auto-, co-, inter-)réglementation en matière bancaire et financière, Thèses pour un état des lieux en droit suisse, ZSR, NF 123 II 2004, 479 ff.

⁵¹ FINMA-RS 2009/1, Rz. 8 f.

⁵² FINMA-RS 2009/1, Rz. 11 ff.

⁵³ FINMA-RS 2009/1, Rz. 15 ff.

⁵⁴ FINMA-RS 2009/1, Rz. 22 ff.

⁵⁵ FINMA-RS 2009/1, Rz. 27 ff.

⁵⁶ Da das FINMA-RS 2009/1 auch für prudentiell beaufsichtigte Vermögensverwalter Geltung entfaltet, mussten auch die bereits vorher existierenden Verhaltensregeln der SBVg und der SFA revidiert werden. Die Anpassungen

- Association Romande des Intermédiaires Financiers (ARIF): «Code de déontologie relatif à l'exercice de la profession de gérant de fortune indépendant»;⁵⁷
- OAR-G Organisme d'autorégulation fondé par le Groupement Suisse des Conseils en Gestion Indépendants (GSCGI bzw. SVUF) et le Groupement Patronal Corporatif des Gérants de Fortunes de Genève (GPCGFG): «Règlement relatif aux règles-cadres pour la gestion de fortune»;⁵⁸
- Organismo di Autodisciplina dei Fiduciari del Cantone Ticino (OAD FCT): «Norme di comportamento nell'ambito della gestione patrimoniale»;⁵⁹
- PolyReg Allg. Selbstregulierungs-Verein bzw. PolyAsset: «Standesregeln»;⁶⁰
- Schweizerische Vereinigung Unabhängiger Finanzberater (SVUF bzw. GSCGI): «Standesregeln»;⁶¹
- Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV): «Schweizerische Standesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung»;⁶²
- VQF Verein zur Qualitätssicherung von Finanzdienstleistungen: «Verhaltensregeln in Sachen Ausübung der Vermögensverwaltung».⁶³

Mit Ausnahme der Schweizerischen Vereinigung Unabhängiger Finanzberater (SVUF bzw. GSCGI) handelt es sich in allen Fällen um Branchenorganisationen, welche gleichzeitig über eine hauseigene SRO i.S.d. GwG verfügen.

betrafen primär die Offenlegungsvorschriften zur Verhinderung von Interessenkonflikten im Zusammenhang mit Retrozessionen. Die revidierten Regularien finden sich unter www.sfa.ch (SFA) und unter www.swissbanking.org (SBVg).

⁵⁷ www.arif.ch/Docs%20permanents/Directive_14_FR.pdf.

⁵⁸ www.oarg.ch/images/stories/pdf/Reglement-Regles-Cadres-OAR-G.pdf.

⁵⁹ www.oadfct.ch/documents/NCGP_ver2.pdf.

⁶⁰ www.polyreg.ch/d/basisdocu/standes-regeln.pdf.

⁶¹ www.gscgi.ch/shared/directives_communiquees_officiels/standesregeln_svuf_de.pdf.

⁶² http://vsv.inettools.ch/upload/dokumente/20091210_standesregeln_d.pdf.

⁶³ www.vqf.ch/component/option,com_doc-man/task,doc_download/gid,251/Itemid,lang,de/.

2.4 Geltungsbereich

2.4.1 Unterstellung: Recht oder Pflicht?

Theoretisch steht es einem unabhängigen Vermögensverwalter frei zu entscheiden, ob er sich einem von der FINMA anerkannten Verhaltenskodex i.S.v. Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV unterstellen will. Aus den gesetzlichen Grundlagen und den weiteren Ausführungserlassen auf eidgenössischer Ebene lässt sich zunächst nämlich keine Pflicht zur Unterstellung ableiten.⁶⁴ Dennoch dürften unabhängige Vermögensverwalter vielfach gar keine andere Wahl haben, als sich den Verhaltensregeln einer Branchenorganisation zu unterstellen:

- Zunächst können *verbandsrechtliche Vorgaben* dazu führen, dass sich unabhängige Vermögensverwalter zwingend einem Verhaltenskodex unterstellen müssen. So hat etwa der auf unabhängige Vermögensverwalter spezialisierte Branchenverband VSV die neuen Verhaltensregeln in seine Standesregeln integriert, um eine flächendeckende Unterstellung sämtlicher Aktivmitglieder zu erreichen.⁶⁵ Für jene VSV-Aktivmitglieder, welche gleichzeitig über eine Bewilligung als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen verfügen, hat das zu einer Mehrfachunterstellung unter verschiedene Verhaltenskodizes i.S.d. FINMA-RS 2009/1 geführt.⁶⁶ Die meisten SRO überlassen es jedoch ihren Mitgliedern, zu entscheiden, ob sie sich dem Verhaltenskodex unterstellen wollen und verlangen dafür ein entsprechendes Unterstellungsgesuch.⁶⁷
- Ein Zwang zur Unterstellung unter einen Verhaltenskodex könnte sich möglicherweise aber auch aus der *Sorgfaltspflicht* des Vermögensverwalters ergeben. Ein Verzicht auf eine Unterstellung führt nämlich automatisch zu einer Einschränkung des

⁶⁴ Dies gilt allerdings nur, solange und soweit kein Verstoß gegen das Werbeverbot von Art. 148 Abs. 1 lit. d KAG vorliegt. Vgl. hierzu vorn II.2.2, relativierend aber auch hinten III.2.1.

⁶⁵ Fn. 62.

⁶⁶ Letztere müssen kumulativ auch die SFA-Verhaltensregeln für Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen vom 31. März 2009 einhalten (vorn Fn. 26). Zu den entsprechenden Konsequenzen in der Aufsicht siehe hinten Fn. 98.

⁶⁷ Siehe hierzu etwa die entsprechenden Gesuchsformulare bei ARIF www.arif.ch/Docs%20permanents/COD_form_D.pdf oder PolyReg www.poly-asset.ch/d/formulare/srunterstellung.pdf.

für nicht-qualifizierte Kunden verfügbaren Anlagespektrums. Selbst wenn eine Portfolioverwaltung ohne kollektive Kapitalanlagen im Einzelfall Sinn machen kann, setzt sich ein unabhängiger Vermögensverwalter so möglicherweise dem Vorwurf aus, er handle nicht *lege artis*, wenn er nicht sämtliche Vorkehrungen dafür getroffen hat, dass er die für die jeweiligen Kundenmandate optimale Anlagepolitik verfolgen kann.

- Auch in *vertriebstechnischer Hinsicht* kann eine Unterstellung unter einen Verhaltenskodex essenziell sein. Denn bei Einhaltung der Voraussetzungen von Art. 6 Abs. 2 KKV wird nicht nur den jeweiligen Kunden, sondern gleichzeitig auch dem unabhängigen Vermögensverwalter der Status eines qualifizierten Anlegers zuerkannt.⁶⁸ Nur so ist sichergestellt, dass Anbieter von Kollektivanlagen dem unabhängigen Vermögensverwalter weiterhin ungehindert Informationen über Produkte zukommen lassen können, ohne ihrerseits gegen das Werbeverbot von Art. 3 KAG zu verstossen.⁶⁹
- Schliesslich dürften auch *geschäftspolitische Gründe* die Wahlfreiheit eines Vermögensverwalters einschränken: Für immer mehr Depotbanken ist die Übernahme eines Verhaltenskodex und die Beaufsichtigung durch eine Branchenorganisation *conditio sine qua non* für eine Zusammenarbeit mit einem unabhängigen Vermögensverwalter. Im Vordergrund steht die Vermeidung allfälliger Reputations- und Haftungsrisiken.⁷⁰

Die Unterstellung unter einen von der FINMA genehmigten Verhaltenskodex bringt für einen unabhängigen Vermögensverwalter allerdings auch *Vorteile* mit sich: Zum einen darf der Vermögensverwalter im Rahmen der Portfoliobewirtschaftung die gesamte Bandbreite von kollektiven Kapitalanlagen einsetzen, und zwar unabhängig davon, ob es sich bei seinen Kunden um Retailinvestoren oder um

qualifizierte Anleger handelt; dabei darf er sogar in Produkte investieren, die in der Schweiz nicht zum Vertrieb zugelassen sind, insbesondere etwa in ausländische Hedge Funds.⁷¹ Zum anderen dürfte ein Anschluss an eine Branchenorganisation auch als Gütesiegel dienen, was der Gewinnung neuer Kunden zuträglich ist (*Labelling*).

2.4.2 Empirische Anhaltspunkte zur Unterstellungs-dichte

Eine von der Wirtschaftszeitung *l'Agéfi* im Januar 2010 durchgeführte, *empirische Untersuchung* kommt zum Schluss, dass eine beträchtliche Zahl von Mitgliedern anerkannter Branchenorganisationen offenbar darauf verzichtet hat, sich einem Verhaltenskodex i.S.v. Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV zu unterstellen.⁷² Abgesehen vom VSV, wo eine Unterstellung unter die Verhaltensregeln ohnehin zwingend ist,⁷³ ergeben sich aus den in der Untersuchung erhobenen Zahlen Unterstellungsquoten zwischen 18%⁷⁴ und 44%⁷⁵ bzw. 46%.⁷⁶ Die erhobenen Quoten dürften aufgrund verschiedener Unwägbarkeiten in der Datenerhebung wohl insgesamt zu niedrig ausgefallen sein.⁷⁷ Den-

⁷¹ FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 17.

⁷² Sébastien Ruche, Vers une autorégulation renforcée – L'intensité de la surveillance de leur activité et son contrôle par la Finma seront au centre du débat en 2010, *l'Agéfi*, 15. Januar 2010, 4.

⁷³ Beim Stand vom September 2010 waren sämtliche 866 Aktivmitglieder des VSV (darunter 41 Mitglieder mit staatlicher Aufsicht) den Ständesregeln und damit einem Verhaltenskodex i.S.v. Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV unterstellt (www.vsv-asg.ch/htm/verzeichnis.htm).

⁷⁴ PolyReg: Die Quote ergibt sich aus einer geschätzten Anzahl von 440 unabhängigen Vermögensverwaltern (gesamte Mitgliederzahl: 880), wovon sich im Januar 2010 78 Mitglieder den Verhaltensregeln von PolyAsset unterstellen haben sollen. Wie ein Blick auf die unter www.polyasset.ch/d/anleger abrufbare Liste zeigt, ist diese Zahl bis Mitte Juli 2010 auf insgesamt 126 Mitglieder bzw. bis Mitte September sogar auf 148 unterstellte Vermögensverwalter angewachsen, was zu einer entsprechenden Erhöhung der Unterstellungsquote auf 29% bzw. auf 34% führt.

⁷⁵ OAR-G: Hier berechnet sich die Unterstellungsquote anhand einer geschätzten Anzahl von 155 Mitgliedern, welche sich dem Verhaltenskodex unterstellen haben (Gesamtmitgliederzahl per Januar 2010: 353).

⁷⁶ ARIF: Die Schätzung der Verbandsverantwortlichen geht dahin, dass rund 110 der rund 230 der SRO angeschlossenen unabhängigen Vermögensverwalter den Verhaltenskodex übernommen haben.

⁷⁷ Verlässliches Zahlenmaterial ist zurzeit kaum erhältlich, da längst nicht alle Vermögensverwalter-Branchenorgani-

⁶⁸ Vgl. FINMA-RS 2008/8 (Fn. 43), Rz. 12; FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 20.

⁶⁹ Dies ergibt sich aus einer – m.E. vom Gesetzes- bzw. Verordnungstext kaum mehr gedeckten – extensiven Auslegung des Begriffs der öffentlichen Werbung durch die FINMA. Siehe hierzu ausführlich III.2.1.

⁷⁰ Ob sich aus der Treuepflicht der Depotbank gegenüber dem Kunden eine Pflicht ergibt, nur mit unabhängigen Vermögensverwaltern zusammenzuarbeiten, die den Verhaltenskodex einer Branchenorganisation einhalten, ist allerdings zu bezweifeln. Zur Verantwortlichkeit der Depotbank vgl. etwa *Gutzwiller* (Fn. 1), 14 ff.

noch tut dies der Feststellung keinen Abbruch, dass von einer *flächendeckenden Umsetzung* des FINMA-RS 2009/1 im heutigen Zeitpunkt wohl keine Rede sein kann.

Insgesamt fällt es schwer, dieses Ergebnis schlüssig zu erklären. Eine Vermutung geht dahin, dass sich eine grössere Zahl von unabhängigen Vermögensverwaltern möglicherweise darauf beschränkt, ausschliesslich Vermögen von vermögenden Privatpersonen (sog. *High Net Worth Individuals, HNWI*) oder von anderweitig qualifizierten Anlegern zu verwalten,⁷⁸ da in derartigen Konstellationen kein Unterstellungszwang besteht. Erfüllt aber auch nur ein einziger Kunde die Kriterien des qualifizierten Anlegers nicht, so muss der Vermögensverwalter aufgrund des von der FINMA etablierten *Prinzips der einheitlichen Geltung* im Hinblick auf sämtliche seiner Vertragsbeziehungen einen von der FINMA genehmigten Verhaltenskodex einhalten, damit ihm nicht der Status des qualifizierten Anlegers abgesprochen wird.⁷⁹ Das bedeutet konkret, dass die Prüforgane zwingend auch jene Vermögensverwaltungsverträge einer Kontrolle unterziehen müssen, welche mit qualifizierten Anlegern abgeschlossen wurden.⁸⁰ Ob dies angesichts der daraus erwachsenden Mehrkosten mit dem *Verhältnismässigkeitsprinzip* noch vereinbar ist, erscheint zumindest fragwürdig.

Fest steht damit, dass die meisten unabhängigen Vermögensverwalter über keinen grossen Spielraum mehr verfügen, es sei denn, sie würden *a priori* auf den Einsatz kollektiver Kapitalanlagen verzichten oder ausschliesslich qualifizierte Anleger als Kunden akzeptieren.

sationen ihre Mitgliederlisten publizieren. Zudem nehmen sich nicht alle SRO die Mühe, zwischen GwG-überwachten Aktivmitgliedern und den dem Verhaltenskodex unterstellten Vermögensverwaltern zu differenzieren. Vor dem Hintergrund, dass viele der untersuchten SRO neben unabhängigen Vermögensverwaltern auch andere Finanzintermediäre überwachen, wie etwa Money Transmitter oder Finanzintermediäre aus dem Kredit- oder Treuhandbereich, dürften die Unterstellungsquoten daher insgesamt wohl eher zu tief eingeschätzt worden sein.

⁷⁸ Als vermögende Privatperson gilt, «wer schriftlich bestätigt, direkt oder indirekt über Finanzanlagen von mindestens CHF 2 Mio. zu verfügen» (Art. 6 Abs. 1 KKV; FINMA-RS 2008/8 [Fn. 43], Rz. 13 ff.). Zum Begriff des qualifizierten Anlegers siehe Fn. 44.

⁷⁹ Dies ist gerade aus vertriebstechnischen Gründen essenziell. Vgl. vorn I.2.4.1 und die Nachweise in Fn. 68.

⁸⁰ FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 36 a).

III. Probleme im praktischen Vollzug

1. Institutionelle Defizite in der Aufsicht

1.1 Fragmentierte Aufsichtsarchitektur

Geht man von einem *idealtypischen Konzept* aus, sind unabhängige Vermögensverwalter einer einzigen Standesorganisation angeschlossen, welche quasi aus einer Hand die Aufsicht über die Einhaltung der Verhaltensregeln nach Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV wahrnimmt und gleichzeitig als SRO i.S.v. Art. 24 GwG fungiert. Ein praktischer Anwendungsfall dieses Modells ist der Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV), weil dort aufgrund der Integration der Verhaltensregeln in die Standesregeln nur eine Gesamtunterstellung unter sämtliche Aufsichtsaspekte möglich ist.⁸¹ In der *Praxis* kommt es hingegen nicht selten zu einer institutionellen Zersplitterung der Aufsicht, was sich anhand der folgenden *Fallkonstellationen* veranschaulichen lässt:

- *DUFU* beispielsweise haben *a priori* keine Möglichkeit, von den Vorteilen der organisatorischen Vereinigung sämtlicher Aufsichtstätigkeiten unter einem Dach, zu profitieren, da die Aufsicht im Geldwäschereibereich nach wie vor durch die FINMA erfolgt.⁸² Sofern sie nicht auf den Einsatz von Kollektivanlagen in ihren Kundenmandaten mit Retailanlegern verzichten wollen, müssen sie sich um Aufnahme in einen Branchenverband bemühen, bei welchem nicht gleichzeitig ein Anschluss an die hauseigene SRO für die Geldwäschereiaufsicht verlangt wird.⁸³
- Gewisse Vermögensverwalter unterstehen mehreren Standesorganisationen, weil nicht alle Branchenorganisationen von Vermögensverwaltern als SRO i.S.v. Art. 24 GwG anerkannt sind. Ein Beispiel hierfür ist die in der Romandie beheimatete Schweizerische Vereinigung Unabhängiger

⁸¹ Vgl. dazu vorn Fn. 73.

⁸² Sofern eine Unterstellung unter eine SRO möglich ist, kann ein *DUFU* selbstverständlich jederzeit auf die Direktunterstellung verzichten. Viele *DUFU* dürften allerdings ein Interesse daran haben, an der Aufsicht durch die FINMA festzuhalten. Siehe hierzu hinten IV.2.3.

⁸³ Gerade «offen» konzipierte Verbände wie PolyReg und VQF, die auch Mitglieder aufnehmen, welche sich für Geldwäschereibelange nicht durch die hauseigene SRO beaufsichtigen lassen, konnten aufgrund von Aufnahmege-suchen von *DUFU* einen gewissen Mitgliederzuwachs verzeichnen.

Finanzberater (SVUF bzw. GSCGI). Deren Mitglieder werden für Geldwäschereibelange häufig durch die OAR-G, durch PolyReg oder VQF, aber teilweise auch direkt durch die FINMA beaufsichtigt.⁸⁴

- Verfügen unabhängige Vermögensverwalter über eine Bewilligung als *Vertriebsträger*⁸⁵ nach KAG, kommt noch eine weitere Aufsichtsebene hinzu: Nebst der Aufsicht über die Einhaltung der Sorgfaltspflichten gemäss GwG bzw. die Verhaltensregeln für Vermögensverwalter gemäss KVV gilt es, die Einhaltung der SFA-Verhaltensregeln für den Fondsvertrieb⁸⁶ zu überwachen. Weder die SFA noch die FINMA verfügt in diesem Kontext über eine Aufsichtskompetenz.⁸⁷ In der Pflicht sind vielmehr die Anbieter von Kollektivanlagen,⁸⁸ die mit unabhängigen Vermögensverwaltern Vertriebsverträge abgeschlossen haben: In ihren Verträgen verpflichten sie die Vertriebsträger, die Vorgaben gemäss SFA-Richtlinie Fondsvertrieb dauernd einzuhalten und deren Einhaltung im Rahmen einer Revision prüfen zu lassen.⁸⁹ Ergeben sich aus dem Bericht der Revisionsstelle des Vertriebsträgers Anhaltspunkte für Verstösse, ist der Anbieter verpflichtet, den Vertriebsträger abzumahnern und – als *ultima ratio* – den Vertriebsvertrag aufzulösen.⁹⁰

Die Fragmentierung der Aufsicht birgt verschiedene Gefahren in sich. Im Vordergrund stehen Probleme bei der Koordination der verschiedenen Aufsichtsinstanzen und -handlungen und die Sicherstellung eines zuverlässigen Informationsflusses.⁹¹ Der *gegenseitige Informationsaustausch* spielt insbesondere im Hinblick auf die Beurteilung der Gewähr eine zentrale Rolle, namentlich etwa dann, wenn ein Sanktionsverfahren eröffnet wird, welches zum Ausschluss eines Vermögensverwalters aus einer Standesorganisation führen kann.⁹² Da es in der Praxis eine grosse Varietät von Fallkonstellationen gibt, müssen diese Informationsflüsse quasi *ad hoc* auf den jeweiligen Einzelfall abgestimmt werden.

Dass es der Gesetzgeber unterlassen hat, mit Blick auf das Enforcement der Verhaltensregeln nach Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV eine gesetzliche Grundlage für diese gegenseitige Pflicht zum Informationsaustausch zu schaffen, erschwert die Aufgabe der involvierten Stellen noch zusätzlich. In pragmatischer Manier behilft sich die FINMA im heutigen Zeitpunkt mit einer analogen Anwendung von Art. 27 Abs. 2 GwG, jener Bestimmung, welche den gegenseitigen Informationsaustausch zwischen SRO und der FINMA im Geldwäschereibereich vorsieht. Es fragt sich allerdings ernsthaft, ob damit das *Legalitätsprinzip* nicht *überstrapaziert* wird.⁹³

1.2 Überlastung des Aufsichtsapparates

Wie komplex und aufwändig die Aufsicht über unabhängige Vermögensverwalter mit Einführung der Verhaltensregeln i.S.v. Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV

⁸⁴ Für nähere Angaben zu diesen Branchenorganisationen bzw. SRO siehe vorn II.2.3.

⁸⁵ Siehe hierzu vorn II.1 sowie Fn. 21.

⁸⁶ Fn. 22.

⁸⁷ Das KAG sieht keine prudentielle Aufsicht der FINMA über Vertriebsträger vor. Die Kompetenzen der SFA sind auf das Standardsetting, also die normative Selbstregulierung im Kollektivanlagenbereich beschränkt; eine Aufsichtsbefugnis kommt ihr nicht zu.

⁸⁸ Fondsleitungen, SICAV und Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen.

⁸⁹ Die Vorgaben für Vertriebsträger sind im Anhang zu dieser Richtlinie (Fn. 22) verankert. Der Prüfbericht wird zuhanden des betreffenden Anbieters erstellt, welcher mit dem Vertriebsträger in vertraglicher Beziehung steht (SFA-RL Fondsvertrieb, Rz. 19, 29). Zu den Anforderungen an die Prüfung siehe Fachkommission Bankenrevision – Gruppe Anlagefonds, Prüfung der Richtlinien für den Fondsvertrieb, ST 8/02, 655 ff.; *Pascal Portmann*, Änderungen im Bereich der anlagefondsgesetzlichen Prüfungen – Bestimmungen für die Vertriebsträger, ST 3/04, 187 ff.

⁹⁰ Zu diesem System der indirekten Aufsicht vgl. *Luchsinger Gähwiler* (Fn. 21), 183 ff.; *Franz Hasenböhler et al.*, Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Zürich/Basel/Genf 2007, N 792 ff.

⁹¹ In der Geldwäschereiaufsicht wurde dieser Informationsaustausch zwischen FINMA und SRO gestützt auf Art. 26 f. GwG i.V.m. Art. 29 FINMAG institutionalisiert und im FINMA-RS 2008/17 «Informationsaustausch SRO/FINMA» (<www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-17.pdf>) konkretisiert.

⁹² Gemäss FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 38, ist die FINMA bei Eröffnung eines Sanktionsverfahrens, das mit dem Ausschluss enden kann, unverzüglich zu orientieren. Ist die Branchenorganisation nicht zugleich für die GwG-Aufsicht zuständig, informiert sie auch die zuständige SRO. Interessant ist, dass das FAQ VV diesbezüglich sogar noch weiter geht als das FINMA-RS 2008/17 (Fn. 91). Nach Rz. 14 FINMA-RS 2008/17 müssen SRO der FINMA nämlich nur erstinstanzliche Ausschlussentscheide, nicht aber bereits Verfahrenseröffnungen melden.

⁹³ Siehe hierzu auch hinten IV.2.1.

geworden ist, zeigt sich besonders deutlich im Bereich der *Prüfung*:

- Besonders augenfällig ist, dass auf die Revisionsgesellschaften von unabhängigen Vermögensverwaltern *neue, fachlich äusserst anspruchsvolle Aufgaben* zukommen. Im Unterschied zur GwG-Revision, wo die Prüfer sich weitestgehend auf objektiv feststellbare Kriterien etwa im Bereich der Dokumentationspflicht konzentrieren können, sind die Prüfer eines unabhängigen Vermögensverwalters nun dazu herausgefordert, sich auch zu genuin zivilrechtlichen Fragen bzw. zu Elementen subjektiver Natur zu äussern. Besonders heikel dürfte die Überprüfung der Informationspflicht des unabhängigen Vermögensverwalters sein, zumal sich diese nicht immer sinnvoll in standardisierter Form erfüllen lässt.⁹⁴ Für einen Prüfer dürfte zudem kaum kontrollierbar sein, ob ein unabhängiger Vermögensverwalter Kenntnis von Kundenaufträgen missbräuchlich zum Vor-, Mit- oder Nachlaufen ausnützt.⁹⁵ Umgekehrt lässt sich Spesenschinderei relativ leicht feststellen, weil diese sich objektiv aus den jeweiligen Transaktionsabrechnungen der Depotbank bzw. den entsprechenden Spesenabrechnungen herauslesen lässt. Fachlich wird den Prüfern der unabhängigen Vermögensverwalter somit relativ viel zugemutet; ob sie den in sie gesteckten Erwartungen gerecht werden können, wird sich allerdings erst in Zukunft weisen.⁹⁶
- Eine weitere Überlastung des Aufsichtsapparates ergibt sich auch aus der *parallelen Geltung mehrerer Verhaltenskodizes*. Mit Blick auf die Vertriebssträger nach KAG hat die FINMA explizit bejaht, dass die einschlägigen Verhaltensregeln der SFA und die Verhaltensregeln einer Vermögensverwalter-Branchenorganisation kumulativ

eingehalten werden müssen.⁹⁷ Nicht nur für die unabhängigen Vermögensverwalter, sondern insbesondere auch für die Prüfer ergibt sich daraus ein beträchtlicher *Koordinationsaufwand*, zumal die drei Aspekte – Sorgfaltspflichten nach GwG, Verhaltensregeln für Vermögensverwalter und Verhaltensregeln für Vertriebssträger – i.d.R. von verschiedenen Teams innerhalb derselben Revisionsgesellschaft, möglicherweise aber sogar von unterschiedlichen Prüfgesellschaften, evaluiert werden.⁹⁸

Wenngleich sich die indirekte Aufsicht in der Vergangenheit zweifellos bewährt hat, muss man sich klar vor Augen halten, dass das System bei stetig wachsenden Aufsichtsaufgaben und übermässiger institutioneller Fragmentierung letztlich zu kollabieren droht. Die Doktrin hat davor bereits eindringlich gewarnt.⁹⁹ Angesichts der Vielschichtigkeit der zu koordinierenden Prüf- und Aufsichtshandlungen im Bereich der unabhängigen Vermögensverwalter und der gesteigerten Anforderungen an den Informationsaustausch ist die Gefahr eines solchen *Systemkollapses* tatsächlich nicht völlig von der Hand zu weisen.

⁹⁴ Zu den Friktionen mit der nach Zivilrecht geschuldeten Informationspflicht siehe hinten Fn. 143.

⁹⁵ FINMA-RS 2009/1 (Fn. 31), Rz. 14 b).

⁹⁶ Erschwerend kommt hinzu, dass es im Bereich der Verhaltensregeln keinen Muster-Prüfbericht gibt, wie ihn die FINMA für die GwG-Prüfung auf ihrer Webseite aufgeschaltet hat oder wie ihn die Treuhand-Kammer für die Berichterstattung von Vertriebssträgern nach KAG zur Verfügung stellt. Die Heterogenität der verschiedenen Verhaltenskodizes wird das Entwerfen eines derartigen Muster-Prüfberichtes zudem massiv erschweren.

⁹⁷ Die FINMA hat dies damit begründet, dass die Vermögensverwaltung (*pull side*; Einkaufsvermittlung) und die Tätigkeit des Vertriebssträgers (*push side*; Verkaufsvermittlung) unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen unterstünden. Ein Intermediär, der in Personalunion beide Dienstleistungen anbieten wolle, müsse zudem für eine zureichende Trennung der beiden Tätigkeiten sorgen: Gegenüber ein- und demselben Kunden dürfe ein Intermediär nie gleichzeitig als Vermögensverwalter und als Vertriebssträger agieren. FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 22 b).

⁹⁸ Nicht direkt geäussert hat sich die FINMA zur Frage, ob auch dann mehrere Verhaltenskodizes parallel zur Anwendung kommen, wenn Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen neben ihrer Haupttätigkeit im Bereich des institutionellen Asset Management individuelle Vermögensverwaltungskunden betreuen. Mit Blick auf den Kundenschutz erscheint dies weder erforderlich noch sinnvoll, zumal die einschlägigen SFA-Verhaltensregeln (Fn. 26) auch die für individuelle Vermögensverwaltungsmandate entscheidenden Aspekte abdecken. Im FAQ VV (Fn. 29) Antwort auf Frage 9, hat die FINMA allerdings ausgeführt, «prudentiell Beaufsichtigte, welche (auch) in der individuellen Vermögensverwaltung aktiv [seien], [müssen] die von der FINMA anerkannten Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der SBVG vom 16. April 2010 oder eine vergleichbare Selbstregulierung einhalten».

⁹⁹ *Sabine Kilgus*, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Habil. Zürich 2005, Zürich/St. Gallen 2007, N 119 m.w.H.

2. Schwache Vollzugsmechanismen

2.1 Zahnloses Instrumentarium zur Durchsetzung der Unterstellungspflicht

Mit Vollzugsdefiziten muss vermutlich auch deshalb gerechnet werden, weil ein griffiges Instrumentarium zur Durchsetzung der Vorgaben von Art. 6 Abs. 2 KKV fehlt. In Veröffentlichungen der FINMA wird zwar die Auffassung vermittelt, ein unabhängiger Vermögensverwalter riskiere ein Verwaltungsstrafverfahren¹⁰⁰ wegen Verstosses gegen das Werbeverbot i.S.v. Art. 148 Abs. 1 lit. d KAG,¹⁰¹ falls er trotz Verzicht auf eine Unterstellung unter Verhaltensregeln einer Branchenorganisation im Rahmen seiner Vermögensverwaltungsmandate kollektive Kapitalanlagen für Retailanleger erwirbt.¹⁰² Effektiv ist aber eine *Verurteilung* in der soeben geschilderten Konstellation höchst *unwahrscheinlich*. Dies aus folgenden Gründen:

Strafbarkeitsvoraussetzung von Art. 148 Abs. 1 lit. d KAG ist, dass keine Bewilligung bzw. Genehmigung nach KAG vorliegt, obwohl eine solche nach Gesetz vorliegen müsste; Tathandlung ist die *öffentliche Werbung*.¹⁰³ Trotz oder vielleicht gerade wegen der in Art. 3 KAG verankerten Legaldefinition,¹⁰⁴ hat dieser unbestimmte Rechtsbegriff schon unzähligen Praktikern und Akademikern Kopfzerbrechen bereitet.¹⁰⁵ Klarheit, aber auch eine sehr extensive Auslegung brachte das FINMA-RS 2008/8: Danach gilt jede Werbung als öffentlich, «welche sich nicht ausschliesslich an qualifizierte Anleger [...] richtet».¹⁰⁶ Ein am 14. Dezember 2009 ergangenes *Urteil des Bundesverwaltungsgerichts*¹⁰⁷ hat diese Auslegung der FINMA nun aber als «zu pauschal» zurückgewiesen und festgestellt, das Vorliegen öffentlicher Werbung könne nur dann bejaht werden, «wenn sich die Werbung nicht an einen eng umschriebenen Kreis von Personen [richte].»¹⁰⁸ Obwohl eine Beschwerde

¹⁰⁰ Die Verfolgung und Beurteilung von Verstössen gegen Art. 148 KAG liegt grundsätzlich in der Kompetenz des Eidg. Finanzdepartements (EFD; Art. 50 Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007; SR 956.1; FINMAG), wobei sich das Verfahren nach den Bestimmungen des Bundesgesetzes über das Verwaltungsstrafrecht vom 22. März 1974 richtet (SR 313.0; VStrR). Verlangt der Betroffene eine gerichtliche Beurteilung oder ist das EFD der Meinung, dass in casu die Voraussetzungen einer Freiheitsstrafe gegeben sind, erfolgt die Beurteilung durch das Bundesstrafgericht. Die Aktenüberweisung an die Bundesanwaltschaft durch das EFD gilt als Anklage (Art. 50 Abs. 2 FINMAG). Zum Ganzen vgl. *Urs Zulauf/David Wyss/Daniel Roth*, Finanzmarktenforcement, Bern 2008, 197 f.

¹⁰¹ Ein Verstoß gegen das Werbeverbot liegt dann vor, wenn jemand «vorsätzlich [...] ohne Bewilligung [...] öffentlich für in- und ausländische kollektive Kapitalanlagen wirbt». Dabei handelt es sich um ein Vergehen, welches mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe geahndet wird (Art. 148 Abs. 1 KAG); bei Fahrlässigkeit droht eine Busse von maximal CHF 250 000.–, im Wiederholungsfall beträgt diese mindestens CHF 50 000.– (Art. 148 Abs. 2 KAG).

¹⁰² Explizit: FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 16. Ähnliches geht auch aus der Antwort auf Frage 15 hervor, welche ebenfalls auf das Werbeverbot von Art. 148 Abs. 1 lit. d KAG Bezug nimmt. Umgekehrt hält FINMA-RS 2008/8 (Fn. 43), Rz. 6, im Stil einer *Safe-harbour*-Bestimmung jedoch fest, Werbung liege *a priori* nicht vor, wenn ein Zeichnungsauftrag für Rechnung eines Kunden aufgrund eines schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrages erteilt werde, sofern dieser Vertrag mit [...] einem unabhängigen Vermögensverwalter gemäss Art. 6 Abs. 2 KKV abgeschlossen worden sei.

¹⁰³ *Hasenböhler et al* (Fn. 90), N 1012 f.

¹⁰⁴ Art. 3 KAG: «Als öffentliche Werbung im Sinne dieses Gesetzes gilt jede Werbung, die sich an das Publikum richtet. Nicht als Werbung zu qualifizieren ist namentlich die von beaufsichtigten Finanzintermediären erstellte Publikation von Preisen, Kursen und Inventarwerten. Die Werbung gilt als nicht öffentlich, wenn sie sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger gemäss Artikel 10 Absatz 3 richtet.

¹⁰⁵ Vgl. statt Vieler: *René Bösch*, in: Watter/Vogt/Bösch/Rayroux/Winzeler (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Kollektivanlagengesetz*, Basel 2009, Kommentar zu Art. 3 KAG; *Philippe Meyer*, *Öffentliche Werbung im Sinne der schweizerischen Gesetzgebung über die kollektiven Kapitalanlagen – Unter besonderer Berücksichtigung des EBK-RS 03/1 vom 28. Mai 2003*, SZW 2008/1, 57 ff. Zum alten Recht: *Frédéric H. Lenoir/Oren-Olivier Puder*, *Öffentliche Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung*, AJP 2006, 990 ff.

¹⁰⁶ FINMA-RS 2008/8 (Fn. 43), Rz. 9.

¹⁰⁷ B-7765/2008, Urteil vom 14. Dezember 2009 i.S. Z. gegen Eidg. Finanzmarktaufsicht betr. Unerlaubte Entgegennahme von Publikumseinlagen, kollektive Kapitalanlage, unerlaubter Effektenhandel, Werbeverbot.

¹⁰⁸ Urteil B-7765/2008 (Fn. 107), E. 8.3.4. Das Gericht hat das Kriterium der Öffentlichkeit im konkreten Fall verneint, weil aufgrund persönlicher Beziehungen zwischen den Investoren und dem Promotor der fraglichen Kollektivanlage ein eng begrenzter Personenkreis vorlag. Zudem blieb die Werbung nach Auffassung des Gerichts auch in quantitativer Hinsicht eng begrenzt, da insgesamt nur 14 Personen in den Fonds investiert hatten. Kritisch zur Argumentation des Gerichts, das Urteil im Ergebnis jedoch bejahend *Sandro Abegglen*, FINMA's Circular 2008/8 Definition of Public Advertisement Violates CISA, Says the Swiss Federal Administrative Court, Cap-

gegen dieses Urteil derzeit vor Bundesgericht hängig ist, darf doch davon ausgegangen werden, dass der Begriff der öffentlichen Werbung in Zukunft wieder um einiges näher am Text von Art. 3 KAG und damit sehr viel restriktiver ausgelegt werden wird. Für unabhängige Vermögensverwalter, die ohnehin stets in einer besonderen Beziehung (qualitatives Element) zu ihren Kunden stehen, dürfte sich daher das Risiko einer Verurteilung gestützt auf Art. 148 Abs. 1 lit. d KAG auf ein absolutes Minimum reduzieren; dies allerdings nur, sofern die Gruppe der mit der fraglichen Kollektivanlage bedienten Kunden auch zahlenmässig klein bleibt (quantitatives Element).¹⁰⁹

Im Ergebnis erweist sich das Werbeverbot als ungeeignetes Instrument, um unabhängige Vermögensverwalter wegen unterbliebener Unterstellung unter Verhaltensregeln i.S.v. Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV zu sanktionieren. Da Art. 148 Abs. 1 lit. d KAG beim Einsatz von kollektiven Kapitalanlagen in Vermögensverwaltungsmandaten aus den genannten Gründen ohnehin kaum je zur Anwendung gelangen dürfte, kann vorliegend darauf verzichtet werden, vertieft auf *Probleme rechtsstaatlicher Natur* einzugehen, die sich aus der praktischen Anwendung dieser Bestimmung ergeben. Nur in Kürze sei darauf hingewiesen, dass infolge Anhebung des Strafmasses¹¹⁰ in einem Verfahren wegen Verstoss gegen das Werbeverbot ein Anspruch auf ein unabhängiges Gericht i.S.v. Art. 30 Abs. 1 BV bzw. Art. 6 Abs. 1 EMRK besteht. Ein weiteres Problem stellt angesichts der Unbestimmtheit des Begriffs der öffentlichen Werbung der im Verwaltungsstrafrecht anwendbare Bestimmtheitsgrundsatz (*nulla poena sine lege certa*; Art. 1 StGB; Art. 7 EMRK) dar.¹¹¹

Law-2010-30 (<www.cap-law.ch>). Ebenfalls zustimmend: Hannes Glaus, Prudentielle Regulierung der Vermögensverwaltung über das Kollektivanlagengesetz, Betrachtungen zum Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 14. Dezember 2009, GesKR 3/2010, 389 ff.

¹⁰⁹ Urteil B-7765/2008 (Fn. 107), E. 8.4.4. Das Gericht kehrt damit zu der unter altem Recht geprägten Rechtsprechung zum Begriff des begrenzten Personenkreises zurück (BGE 107 Ib 358 E. 3b) bb).

¹¹⁰ Im Unterschied zur Rechtslage unter dem AFG ist der Verstoss gegen das Werbeverbot neu ein Vergehen, das mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe sanktioniert wird.

¹¹¹ Zu den Anforderungen an das Bestimmtheitsgebot bei Strafbestimmungen von Finanzmarktgesetzen siehe BGE 125 IV 35 ff., E. 7 f. (betraf das BankG). Zu analogen Problemen im Zusammenhang mit direkten Sanktionen im Kartellrecht hatte sich unlängst das Bundesverwaltungs-

Unklar ist, ob die FINMA eine Unterstellung unter einen Verhaltenskodex mittels allgemeiner aufsichtsrechtlicher Massnahmen durchsetzen könnte. In Frage käme eine Verfügung zur *Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands* auf der Basis von Art. 133 Abs. 1 KAG. Denn obwohl die FINMA keine prudentielle Aufsicht über unabhängige Vermögensverwalter ausübt, ist sie grundsätzlich dazu ermächtigt, die in den Finanzmarktgesetzen vorgesehenen Aufsichtsinstrumente auch gegen Unbeaufsichtigte einzusetzen, falls die Bewilligungspflicht umstritten ist.¹¹² Da es für die Kerntätigkeit der Vermögensverwaltung jedoch keine Bewilligungspflicht gibt, wird die FINMA keinen Vermögensverwalter zur Unterstellung unter einen Verhaltenskodex zwingen können; sie könnte höchstens wegen unbewilligter Vertriebstätigkeit i.S.v. Art. 19 KAG gegen einen unabhängigen Vermögensverwalter vorgehen.

Etwas anders präsentiert sich die Situation hingegen auf Ebene der Branchenorganisationen bzw. der SRO: Hat es ein unabhängiger Vermögensverwalter unterlassen, sich den Verhaltensregeln zu unterstellen, obwohl er dies aufgrund der Art seiner Geschäftstätigkeit müsste, könnte ihm zumindest theoretisch ein *Ausschluss* aus der SRO wegen mangelnder Gewähr drohen. Denn die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit i.S.v. Art. 14 GwG beurteilt sich stets umfassend und nicht nur für ein bestimmtes Regelungsgebiet. Ein SRO-Ausschluss käme faktisch einem Tätigkeitsverbot für einen unabhängigen Vermögensverwalter gleich.¹¹³

2.2 Fehlende Aufsichtskompetenz der FINMA über die Branchenorganisationen

Die zentrale Schwäche des für den Vollzug der Verhaltensregeln vorgesehenen Konzepts liegt da-

gericht im Verfahren der WEKO gegen die Swisscom i.S. Mobilfunkterminierung zu äussern (Urteil B-2050/2007 vom 24. Februar 2010). Das Gericht kam indes zum Schluss, in casu seien weder Art. 6 noch Art. 7 EMRK verletzt. Siehe eingehend hierzu *Andreas Heinemann*, Direkte Sanktionen im Kartellrecht, Das Swisscom-Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, in: Jusletter vom 21. Juni 2010.

¹¹² BGE 132 II 382, E. 4.1; B-7765/2008 (Fn. 107), E. 2.

¹¹³ Ohne SRO-Anschluss oder Direktunterstellung unter die Aufsicht der FINMA liegt eine illegale Finanztätigkeit vor, die mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft wird (Art. 44 FINMAG; FINMARS 2008/17 [Fn. 91], Rz. 10).

rin, dass mangels gesetzlicher Grundlage keine eigentliche Aufsichtsbefugnis der FINMA über die Branchenorganisationen besteht. Die Kompetenz der FINMA beschränkt sich darauf, die von Branchenorganisationen entworfenen Standesregeln auf ihre Konformität mit den Eckwerten des FINMA-RS 2009/1 hin zu überprüfen und diese anschliessend zu genehmigen oder zur Nachbesserung zurückzuweisen. Im Unterschied zum Aufsichtskonzept in der Geldwäschereibekämpfung mangelt es jedoch an einer ausreichenden gesetzlichen Grundlage für eine Oberaufsicht im Bereich des Enforcement.

Mangels Verankerung entsprechender Kompetenznormen im KAG dürfte es mit dem *Legalitätsprinzip* daher *nicht vereinbar* sein, dass die FINMA folgende *Vollzugsinstrumente* einsetzt:¹¹⁴

- Allgemeine Aufsicht über die Vermögensverwalter-Branchenorganisationen mit entsprechender Weisungsbefugnis im Bereich der Kontrolle und Sanktionierung;¹¹⁵
- Einforderung einer jährlichen Berichterstattung durch die Branchenorganisationen;¹¹⁶
- Anordnung kostenpflichtiger Überprüfungen vor Ort und Durchführung von Vor-Ort-Kontrollen durch die FINMA;
- Anordnung des Beizugs von Revisionsexperten i.S.v. Art. 4 des Revisionsaufsichtsgesetzes¹¹⁷ mit einschlägiger Erfahrung, sofern weitergehende Kontrollen als erforderlich erscheinen;¹¹⁸
- allgemeines Auskunftsrecht gegenüber den Branchenorganisationen, namentlich etwa mit Blick auf die Eröffnung von Sanktionsverfahren, bei

welchen es zum Ausschluss eines Mitglieds kommen kann.¹¹⁹

Im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags ist ein Verfahren vor Bundesverwaltungsgericht hängig, welches die Legitimität entsprechender Aufsichtshandlungen durch die FINMA zum Gegenstand hat. Sollten die eidgenössischen Gerichte zur Auffassung gelangen, dass es vorliegend an einer gesetzlichen Grundlage für derartige Kompetenzen der FINMA mangelt, sollte der Gesetzgeber diese Lücke umgehend schliessen. Denn es steht ausser Diskussion, dass die FINMA über diese für die Durchsetzung der Verhaltensregeln zentralen Kompetenzen verfügen muss. In diesem Kontext würde sich die Überlegung lohnen, ob angesichts diverser konzeptioneller Mängel nicht gleich eine *umfassende Revision des KAG* an die Hand zu nehmen wäre.

2.3 *Verbandssanktionen: Gefahr von «Race to the Bottom» und «Regulatory Capture»*

Effektive Durchsetzungsmechanismen für Anlegerschutzstandards sind eine zentrale Voraussetzung für hochentwickelte, liquide Finanzmärkte.¹²⁰ Dabei sind die Anforderungen an die Wirksamkeit von Vollzugs- und Sanktionsmechanismen gerade bei Selbstregulierungs- bzw. -beaufsichtigungssystemen besonders hoch.¹²¹ Diesen Ansprüchen wird das für die Sanktionierung von Verstössen gegen die Verhaltensregeln vorgesehene Konzept allerdings kaum gerecht. Ein Blick in die verschiedenen Verhaltenskodizes vermittelt ein wenig vertrauenerweckendes Bild: Es bestehen sehr *deutliche Unterschiede im Sanktionsrahmen*;¹²² zudem kann bei gewissen Branchenorganisationen eine Sanktionierung quasi umgangen werden, sofern eine Wiederherstellung des reglements-konformen Zustands nachgewiesen werden

¹¹⁴ Gemäss *Kilgus* (Fn. 99) N 502, verletzt eine Aufsichtsbehörde das Rechtsstaatlichkeitsgebot i.S.v. Art. 5 BV, Art. 29 f. BV und Art. 164 BV, falls sie sich «zur Durchsetzung von Regulierung verfahrensmässige Kompetenzen einräumen [muss], zu denen sie materiell-rechtlich gar nicht legitimiert ist».

¹¹⁵ Im KAG fehlt ein Pendant zu Art. 18 GwG, welcher die Kompetenz der FINMA zur Beaufsichtigung der SRO begründet.

¹¹⁶ Zur Begründung stützt sich die FINMA auf eine analoge Geltung von Art. 27 Abs. 3 GwG. FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 37.

¹¹⁷ Bundesgesetz vom 16. Dezember 2005 über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren (SR 221.302; RAG).

¹¹⁸ FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 36.

¹¹⁹ FAQ VV (Fn. 29), Antwort auf Frage 38. Die FINMA plädiert in diesem Kontext wiederum für eine analoge Anwendung von Art. 27 Abs. 2 GwG.

¹²⁰ Sehr anschaulich sind die empirischen Studien von *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny*, *Legal Determinants of External Finance*, 54 J. Fin. 1131 ff. (1997) und *Franco Modigliani/Enrico Perotti*, *Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investor's Protection*, *Int. Rev. Fin.* 1 (2000), 81 ff.

¹²¹ *Watter/Dubs* (Fn. 50), 748 f.

¹²² Die in den verschiedenen Verhaltenskodizes vorgesehenen Konventionalstrafen divergieren zwischen maximal CHF 500'000.– (VSV) und minimal CHF 100'000.– (SVUF/GSCGI).

kann.¹²³ Diese Disparitäten sind namentlich dadurch bedingt, dass sich die Aufsichtsbehörde weitestgehend darauf beschränkt hat, die den Vermögensverwaltern obliegenden Verhaltensregeln inhaltlich zu skizzieren; konkretere Vorgaben für die von den Branchenorganisationen zu errichtenden Kontrollmechanismen und Hinweise darauf, welchen Anforderungen das entsprechende Sanktionssystem zu genügen hat, sucht man im FINMA-RS 2009/1 jedoch vergebens. Im Ergebnis kann daher nicht ausgeschlossen werden, dass sich die Branchenorganisationen mit ihren Sanktionsordnungen letztlich so etwas wie ein «*race to the bottom*»¹²⁴ liefern werden, zumal jede Standesorganisation nicht zuletzt aus Kostengründen ein Interesse an einer ausreichenden Mitgliederzahl haben dürfte.

Ein weiterer Aspekt lässt gewisse Zweifel an der Effektivität der von den Branchenorganisationen vorgesehenen Kontroll- und Sanktionsmechanismen aufkommen: Die führenden SRO haben sich im Laufe der vergangenen Jahre zu Dienstleistungserbringern mit breit gefächertem Angebot gemauert. Neben den von Gesetzes wegen vorgesehenen Kernaktivitäten im Bereich der Regulierung und Aufsicht bieten sie ihren Mitgliedern heute eine breite Palette von Angeboten an, welche sich von Schulung und Weiterbildung, über Fach- bzw. Rechtsberatung bis hin zu Lobbying und Interessenvertretung in politischen Prozessen erstrecken. Dass gewisse Standesorganisationen inzwischen sogar dazu übergegangen sind, quasi unter einem Dach auch noch Revisionsdienstleistungen aller Art anzubieten,¹²⁵ dürfte zwar dem Bedürfnis der unabhängigen Vermögensverwalter nach einer Konzentration sämtlicher Aufsichts- und Prüfungshandlungen bei einer zentralen Stelle entgegenkommen. Es stellt sich allerdings die Frage, ob es sich dabei unter dem Blickwinkel von «*regu-*

latory capture»¹²⁶ und der Problematik von Interessenkonflikten nicht um eine gefährliche Entwicklung handelt.

IV. Fazit und Kritik

1. Vollzugsprobleme struktureller Natur

Es ist geradezu notorisch, dass bei der Implementierung neuer Regulierungen mit «Kinderkrankheiten» zu rechnen ist. Interessant ist jedoch, dass sich *Vollzugsprobleme* bei Regulierungen im Finanzbereich oft in denselben neuralgischen Punkten zu manifestieren scheinen. So zeigt ein Vergleich mit der im Jahr 2001 durchgeführten Untersuchung der GPK des Nationalrates zu Umsetzungsproblemen im Bereich der Geldwäschereibekämpfung¹²⁷ geradezu verblüffende *Parallelen* zu den vorliegend analysierten Defiziten im Vollzug der neuen Verhaltensregeln für Vermögensverwalter: In beiden Fällen ergaben sich Vollzugsprobleme aus Unklarheiten bezüglich der Unterstellungspflicht, aus einer im Verhältnis zu den knapp bemessenen Ressourcen überproportional grossen Aufgabenlast der Aufsichtsbehörde, aus mangelhaften Durchsetzungsmechanismen und Sanktionsinstrumenten, aus Einschränkungen in der Unabhängigkeit der Aufsicht und Defiziten im Bereich von Informationsaustausch und Kommunikation.¹²⁸

In beiden evaluierten Regulierungsbereichen dürfte *technisches Regulierungsversagen* vorliegen,¹²⁹ wobei das prospektive Vollzugsdefizit bei den Ver-

¹²³ SVUF/GSCGI, Règlement d'Application des Règles d'Éthique Professionnelle, Ziff. 8 lit. b).

¹²⁴ Sog. «Wettlauf nach unten». Der Begriff steht für einen im Rahmen von Liberalisierung und Deregulierung stattfindenden Wettbewerb zwischen mehreren Regulierungssystemen, welcher zu einem allgemeinen Absinken des Regulierungsniveaus führt.

¹²⁵ Vgl. hierzu etwa VQF Audit AG, eine 100%-Tochtergesellschaft des VQF, die unabhängigen Vermögensverwaltern diverse Prüfungsdienstleistungen anbietet (<www.vqf.ch/content/view/54/105/lang.de>).

¹²⁶ Die Theorie der «*regulatory capture*» geht dahin, dass es bei fehlender Distanz zwischen Aufsichtsbehörde und überwachten Instituten zu gefährlichen Verflechtungen kommt, welche dazu führen können, dass sich die Aufsichtsbehörde letztlich nicht primär für öffentliche Interessen einsetzt, sondern für die von ihr beaufsichtigten Institute. Grundlegend: *George J. Stigler*, *The Theory of Economic Regulation*, 1971 *Bell Journal of Economics and Management Science* 2, 3 ff.

¹²⁷ Vgl. hierzu Fn. 8 sowie die entsprechende Zusammenfassung bei *Brigitta Gadiant*, *Probleme bei der Umsetzung des Geldwäschereigesetzes*, ST 8/2001, 825 ff.

¹²⁸ Vgl. GPK (Fn. 8), 6350 ff.: Aufgabenvielfalt und mangelnde Ressourcen der Aufsicht; GPK, 6354 ff.: Unklarheiten im Geltungsbereich; GPK, 6362 f.: Mangelnde Unabhängigkeit der Aufsicht; GPK, 6363 f.: Kommunikations- und Koordinationsaufwand. Vgl. hierzu auch die vorn unter III. skizzierten Vollzugsprobleme.

¹²⁹ Eingehend hierzu *Kilgus* (Fn. 99), N 430 ff.

haltenskodizes für unabhängige Vermögensverwalter nicht faktischer, sondern vielmehr *struktureller Art* ist: Die bereits heute erkennbaren Probleme im praktischen Vollzug der neuen Verhaltensregeln wurzeln nämlich nicht in der Art und Weise der Rechtsanwendung (*law in action*), sondern in konzeptionellen Mängeln der gesetzlichen, regulatorischen und teilweise auch den selbstregulatorischen Grundlagen (*law in the books*).¹³⁰ Das Kernproblem liegt in der fehlenden gesetzlichen Grundlage für eine umfassende Regulierung und Beaufsichtigung unabhängiger Vermögensverwalter.¹³¹ Ob und inwiefern es darüber hinaus auch noch zu Vollzugsproblemen kommen wird, welche auf die Art und Weise der praktischen Umsetzung durch die mit Vollzugsaufgaben betrauten Stellen zurückzuführen sind, wird sich erst in der Zukunft noch zeigen.

2. Rechtsstaatliche Mängel

2.1 Fragile, ja lückenhafte gesetzliche Grundlagen

In rechtsstaatlicher Hinsicht bedenklich ist, dass die für die neuen Verhaltensregeln vorgesehenen Vollzugsmechanismen letztlich nur auf fragilen, ja zum Teil sogar lückenhaften gesetzlichen Grundlagen beruhen.¹³² Es wäre allerdings unangebracht, der FINMA die Verantwortung für diese unbefriedigende Situation zuzuschieben. Die von ihr verfolgte Strategie, bewährte Koordinationsinstrumente aus dem Geldwäschereibereich analog anzuwenden, ist in der Sache sicherlich richtig, wenn auch rechtsstaatlich nicht unbedenklich.¹³³

Der Verordnungsgeber seinerseits verfügte mit der Delegationsnorm von Art. 10 Abs. 4 KAG über eine ausreichende gesetzliche Grundlage, um die Kunden von unabhängigen Vermögensverwaltern zu qualifizierten Anlegern zu erklären. Selbst die Verknüpfung dieser Qualifikation mit zusätzlichen Erfordernissen – namentlich die Unterstellung unter den Verhaltenskodex einer Branchenorganisation – dürfte kaum eine Kompetenzüberschreitung darstellen, zumal der Erlass von Art. 6 Abs. 2 KKV für die unabhängigen Vermögensverwalter nicht zu einer Beschränkung der Wirtschaftsfreiheit geführt, sondern im Gegenteil die Konsequenzen der strengen Konzeption des KAG zu deren Gunsten gemildert hat.¹³⁴ Problematisch ist allerdings, dass diese zusätzlichen Anforderungen (Art. 6 Abs. 2 lit. b KKV) mangels geeigneter, gesetzlich vorgesehener Vollzugsmechanismen nicht adäquat vollzogen werden können. Ohne entsprechende *Reformen auf Gesetzesebene*, etwa im Rahmen einer Gesamtrevision des KAG oder noch idealer durch den von Experten bereits anfangs der 1990er-Jahre vorgeschlagenen Erlass eines umfassenden Finanzdienstleistungsgesetzes,¹³⁵ wird sich dieser Mangel kaum heilen lassen.

2.2 Fehlende demokratische Legitimation

Die im FINMA-RS 2009/1 verankerten aufsichtsrechtlichen Mindeststandards für Vermögensverwalter sind im Rahmen von *Co-Regulierung*¹³⁶ zustande gekommen.¹³⁷ Dieser Begriff bezeichnet einen Regulierungsprozess, welcher sich durch ein enges wechselseitiges Zusammenwirken zwischen Regulator und der betroffenen Industrie auszeichnet und sich

¹³⁰ Im Unterschied dazu wurden gemäss *Kilgus* (Fn. 99), N 431, bei der Geldwäschereibekämpfung bestehende Marktstörungen bzw. Marktversagen zwar richtig identifiziert und es wurden darüber hinaus angemessene Regulierungsmassnahmen getroffen. Allerdings erwies sich die konkrete Umsetzung dieser Massnahmen bezüglich Verfahren, Behörden und Mittel als mangelhaft. Vollzugsprobleme ergaben sich im Bereich der Geldwäschereibekämpfung primär aus dem *law in action*, nicht dem *law in the books*. Vgl. hierzu vorn Fn. 9.

¹³¹ Das technische Regulierungsversagen liegt hier darin, dass die Marktstörung zwar richtig erkannt wurde, aber falsche, unzumutbare oder untaugliche Massnahmen getroffen wurden. Vgl. hierzu *Kilgus* (Fn. 99), N 431.

¹³² Siehe hierzu die unter III.2.2 erwähnten Beispiele.

¹³³ Zu den eng begrenzten Kompetenzen der Aufsichtsbehörde, namentlich etwa im Bereich der aufsichtsrechtlichen Rundschreiben, siehe *Weber/Iseli* (Fn. 1), N 514; *De Capitani* (Fn. 16), 569.

¹³⁴ Gemäss bundesgerichtlicher Praxis zu den Voraussetzungen von Gesetzesdelegationen muss die Delegationsnorm selber die Grundzüge der Regelung enthalten, dies allerdings nur dann, soweit sie die Rechtsstellung Privater schwerwiegend berührt. Statt Vieler siehe BGE 128 I 113 ff. E. 3c).

¹³⁵ *Peter Nobel/Gérard Hertig/Christine Hirszowicz*, Beitrag und Antrag der Expertengruppe zur Frage einer Gesetzgebung über Finanzdienstleistungen, Zürich/Genf 1991 (nicht publiziert). Dieser Gedanke wird neuerdings bei *Glaus* (Fn. 108), 392 wieder aufgenommen.

¹³⁶ Grundlegend *Roth* (Fn. 50), 102 ff.

¹³⁷ Im Vorfeld des Erlasses des FINMA-RS 2009/1 kam es im September 2008 zu einer breit angelegten Anhörung, an welcher sich verschiedene Akteure des Finanzplatzes Schweiz beteiligten. Vgl. <www.finma.ch/archiv/ebk/d/regulier/regulierungsprojekte.html>.

insbesondere in Regelungsbereichen bewährt hat, die einen hohen Grad an Technizität aufweisen.¹³⁸

Hält man sich vor Augen, dass die neuen Verhaltensregeln primär die Pflichten des Vermögensverwalters im Verhältnis zu seinen Kunden regeln, so fällt die *mangelnde Vertretung von Anlegerinteressen* im Regulierungsprozess auf.¹³⁹ Im Unterschied etwa zum Versicherungsbereich, wo im Rahmen der Revision des Versicherungsvertragsgesetzes in einem demokratisch legitimierten Gesetzgebungsverfahren um die Ausdifferenzierung der Pflichten im Verhältnis zwischen Makler und Versicherungsnehmern gerungen wird,¹⁴⁰ wurden die aufsichtsrechtlichen Verhaltensregeln für Vermögensverwalter inhaltlich allein durch die Aufsichtsbehörde und durch die betroffenen Marktakteure bzw. deren Branchenverbände geprägt. Man mag der FINMA zugestehen, dass sie sich mangels institutioneller Vertretung von Konsumenteninteressen im Finanzdienstleistungsbereich¹⁴¹ redlich darum bemüht, dem Kundenschutz sowohl in der Regulierung als auch im Bereich des Enforcements stets genügend Nachachtung zu verschaffen.¹⁴² Wenn man bei näherer Betrachtung des FINMA-RS 2009/1 jedoch feststellen muss, dass anerkannte, von Zivilgerichten etablierte Kundenschutz-Standards darin regelrecht unterboten werden,¹⁴³ fragt man sich den-

noch, ob eine Finanzmarktaufsichtsbehörde wirklich glaubwürdig den Hut der Konsumentenschützerin tragen kann. Aufgrund des Doppelnormcharakters von Art. 20 KAG¹⁴⁴ ist jedoch immerhin gewährleistet, dass sich die FINMA in der konkreten Rechtsanwendung an allfälligen Fortentwicklungen im Bereich des Zivilrechts orientieren muss.¹⁴⁵

2.3 Beeinträchtigungen des Gleichheitsgebots

Dem Anspruch der Rechtsstaatlichkeit werden die neuen aufsichtsrechtlichen Mindeststandards für Vermögensverwalter auch deshalb nicht vollends gerecht, weil sie stellenweise das verfassungsmässige Gleichheitsgebot missachten. Aus dieser Warte problematisch sind folgende Aspekte:

- Weil das FINMA-RS 2009/1 nicht direkt anwendbar ist und die FINMA zumindest auf absehbare Zeit nicht beabsichtigt, eigene Verhaltensregeln für Vermögensverwalter zu erlassen, resultiert eine ungerechtfertigte *Schlechterstellung von DUFU*. Wenn DUFU nicht gänzlich auf Kollektivanlagen als Bestandteile ihren Kundenportfolios verzichten wollen, sind sie dazu verpflichtet, sich dem Verhaltenskodex einer Branchenorganisation zu unterstellen. Punkto Kosten und organisatorischem Aufwand dürfte die Aufteilung der Aufsicht allerdings wenig attraktiv sein, weshalb davon auszugehen ist, dass viele DUFU von der Direktunterstellung Abstand nehmen und sich stattdessen einer Standesorganisation anschliessen werden, welche aus einer Hand die Aufsicht im Geldwäschereibereich und über die Einhal-

schrift hinter die nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung geltenden, auftragsrechtlichen Vorgaben. Hinter anerkannten Standards bleibt auch jene Klausel des FINMA-RS 2009/1 zurück, wonach der Vermögensverwalter seine Kunden auch in standardisierter Form aufklären könne (Rz. 23). Dies dürfte mit der zivilrechtlichen Pflicht, wonach spezifische, auf den Kunden zugeschnittene Informationen geschuldet sind, wohl nur schwierig vereinbar sein. So schon *Abegglen* (Fn. 36), 81.

¹⁴⁴ So *Emmenegger* (Fn. 7), 650, unter Hinweis auf in der Botschaft zum KAG (Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. September 2005, BBl 2005 6395 ff., 6445) erwähnte Analogien zu Art. 11 BEHG.

¹⁴⁵ Nach *Emmenegger* (Fn. 7), 650, übernimmt im Bereich der Kollektivanlagegesetzgebung – anders als bei Art. 11 BEHG – nicht das Aufsichts-, sondern das Privatrecht die «Führungsrolle in der Konkretisierung der Informationspflichten».

¹³⁸ Die Vorteile dieser Form der Regulierung liegen – wie bei der Selbstregulierung – im Einbezug einschlägigen Fachwissens, welches i.d.R. Gewähr für marktnahere und flexiblere Regelungen bietet, jedoch unter gleichzeitiger staatlicher Steuerung.

¹³⁹ Explizit *Emmenegger* (Fn. 7), 656.

¹⁴⁰ Bundesgesetz vom 2. April 1908 über den Versicherungsvertrag (SR 221.229.1; VVG). Informationen zum Stand des Reformvorhabens sind abrufbar unter www.efd.amin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01345/index.html.

¹⁴¹ Anders als in anderen Rechtsordnungen sind Investoren in der Schweiz nach wie vor nicht institutionell vertreten. Während derzeit in vielen anderen Staaten zur Bewältigung der Krise Konsumentenschutzorganisationen gestärkt oder neu geschaffen werden – das prominenteste Beispiel hierfür ist sicherlich das in den Vereinigten Staaten mit dem *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Fn. 154) neu geschaffene *Bureau of Consumer Financial Protection* –, ist in der Schweiz in naher Zukunft keine Remedur in Sicht.

¹⁴² Wie aus den Strategischen Zielen der FINMA für die Jahre 2010–2012 (www.finma.ch/d/aktuell/Documents/strategische-ziele-finma-20090930-d.pdf) hervorgeht, sieht die FINMA den Schutz von Gläubigern, Anlegern und Versicherten als eine ihrer zentralen Aufgaben.

¹⁴³ Bei der in Rz. 27–31 FINMA-RS 2009/1 geregelten Informationspflicht des Vermögensverwalters betreffend Retrozessionen ortet *Emmenegger* (Fn. 7), 655, einen Rück-

tung der Verhaltensregeln sicherstellt. Sie sind damit aber faktisch dazu gezwungen, das «Label» der Direktaufsicht durch die FINMA, welchem gerade im internationalen Kontext eine gewisse Bedeutung zukommen dürfte, aufzugeben.¹⁴⁶

- Mit Erlass des FINMA-RS 2009/1 hat die FINMA lediglich Eckwerte für Verhaltensregeln verankert und deren Konkretisierung weitestgehend dem Ermessen der Branchenorganisationen überlassen. Das hat in der Konsequenz dazu geführt, dass für unabhängige Vermögensverwalter u.U. *äusserst unterschiedliche Standards* gelten. Besonders gross sind die Unterschiede hinsichtlich der Anforderungen an die Prüfung¹⁴⁷ bzw. die Revisionsgesellschaft¹⁴⁸ und mit Blick auf die verbandsinternen Vollzugs- und Sanktionsmechanismen.¹⁴⁹ Dass es einzelnen Akteuren dank einer geschickten Wahl der Branchenorganisation gelingt, mit vergleichsweise minimem Aufwand von den Vorteilen einer Unterstellung unter einen Branchenkodex zu profitieren, während andere unabhängige Vermögensverwalter einer Regelung unterstellt sind, die zumindest inhaltlich nahe an die für prudentiell beaufsichtigte Institute geltenden Vorgaben kommt, widerspricht dem Fairnessgedanken. Die Ungleichbehandlung aufgrund unterschiedlicher Standards in den verschiedenen Landesregeln dürfte allerdings nicht nur die einzelnen unabhängigen Vermögensverwalter betreffen, sondern vielmehr auch jene

Branchenorganisationen, welche im Vergleich zu anderen Verbänden einen insgesamt viel höheren Kontrollaufwand betreiben müssen, um von der FINMA anerkannt zu werden. Angesichts des weit gefassten Gewährsbegriffs von Art. 14 GwG können jedoch vermutlich nur reine Vermögensverwalter-Branchenorganisationen ohne SRO diesen Spielraum effektiv nutzen. Im Vergleich zu ihnen erleiden Branchenorganisationen mit integrierter SRO einen Wettbewerbsnachteil.

Ganz grundsätzlich könnte man schliesslich auch das *sanktionsmässige Zweiklassensystem* kritisieren, welches sich aus der Tatsache ergibt, dass unabhängige Vermögensverwalter bei einer Verletzung der Verhaltensregeln nur standesrechtlich belangt werden können, während bei Vermögensverwaltern mit prudentieller Aufsicht das gesamte Sanktions- bzw. Aufsichtsinstrumentarium gemäss Art. 24 ff. FINMAG zur Anwendung kommen kann. Im Vergleich zu prudentiell beaufsichtigten Instituten profitieren unabhängige Vermögensverwalter somit von wesentlich weniger einschneidenden Sanktionen, falls sie gegen Verhaltensregeln verstossen. Ob die fehlende prudentielle Beaufsichtigung bei grundsätzlich vergleichbaren Tätigkeiten und Risiken wirklich eine derart unterschiedliche Behandlung rechtfertigt, ist fraglich.

V. Schlusswort

Das jüngste Regulierungsprojekt im Bereich der Vermögensverwaltungsdienstleistungen ist das Ergebnis eines heiklen *Jonglage-Akts* mit zwei politischen «*hot potatoes*»: Verbesserung des Kundenschutzes im Sinne vertrauensbildender Massnahmen zur Bewältigung der Krise auf der einen Seite und eisernes Festhalten am Dogma der fehlenden prudentiellen Aufsicht über unabhängige Vermögensverwalter auf der anderen Seite. Selbst wenn es für ein mit Fakten untermauertes Fazit noch etwas früh ist, besteht doch Grund zur Annahme, dass das neue Regulierungskonzept weder dem einen noch dem anderen Ziel vollauf gerecht wird:

- Gleich aus mehreren Gründen ist zu befürchten, dass sich der *Kundenschutz* gegenüber dem früheren *Status quo ante* kaum merklich verbessern dürfte. Angesichts der eklatanten Heterogenität der verschiedenen Landesregeln wird sich die Unterstellung unter einen Verhaltenskodex wohl

¹⁴⁶ Vgl. hierzu *Philippe Zimmermann/Barbara Ofner*, «Beide Seiten der Medaille beachten», Handelszeitung vom 31. März 2010, 48.

¹⁴⁷ Anders als im Geldwäschereibereich gibt es weder inhaltliche Vorgaben für die Prüfung (und daher gibt es auch keinen Musterbericht der Schweizerischen Treuhandskammer) noch einheitliche Anforderungen an die Art und Weise der Kontrollen. Während gewisse Branchenorganisationen Stichproben zulassen, sind andere Landesorganisationen diesbezüglich eher restriktiv. Auch die Regelungen des Prüfungszyklus sind äusserst uneinheitlich.

¹⁴⁸ Während gewisse Branchenorganisationen dieselben hohen Anforderungen an Prüfgesellschaften stellen, wie sie die FINMA für die der prudentiellen Aufsicht unterstellten Finanzinstitute etabliert hat, begnügen sich andere Branchenorganisationen auf die Umschreibung äusserst abstrakter, um nicht zu sagen, vager Wahlkriterien für Revisionsstellen. Einige Branchenorganisationen setzen eine eigene Akkreditierung der Prüfgesellschaften voraus, andere lassen den unterstellten Vermögensverwaltern weitestgehend freie Wahl.

¹⁴⁹ Vgl. hierzu die vorn unter III.2.3 erwähnten Beispiele.

kaum zu einem ernst zu nehmenden Gütesiegel für unabhängige Vermögensverwalter entwickeln. Es mangelt zudem an Publikumstransparenz, und zwar nicht nur bezüglich der Zugehörigkeit zu einer Branchenorganisation an und für sich,¹⁵⁰ sondern insbesondere hinsichtlich standesrechtlicher Verfahren wegen Verletzung der Verhaltensregeln.¹⁵¹ Wenngleich eine gewisse Präventivwirkung aufsichtsrechtlicher Verhaltenskodizes mit Blick auf den Kundenschutz insgesamt positiv zu würdigen ist, fällt doch in negativer Hinsicht eindeutig mehr ins Gewicht, dass geltende zivilrechtliche Standards in Teilen durch die neuen Verhaltensregeln unterboten werden. Schliesslich bringen die neuen Verhaltensregeln keine Verbesserungen, was den Zugang zum Recht betrifft: Nach wie vor sind geschädigte Kunden diesbezüglich auf den kostspieligen und langwierigen Zivilweg verwiesen.

- Ebenso ernüchternd ist die Bilanz für die *unabhängigen Vermögensverwalter* selber: Wenn man sich das heutige Regulierungsregime, das mit all seinen patchworkartigen Überlappungen kaum mehr überschaubar ist, und den dadurch verursachten *«regulatory burden»* in Form von Kosten, zeitlicher Belastung und Rechtsunsicherheit vor Augen führt, so fragt man sich ernsthaft, ob ein beherrschtes *«les jeux sont faits»* in Form der *Einführung einer «prudentiellen Aufsicht light»* den Bedürfnissen der Branche nicht viel eher gerecht würde. Ein mit Bedacht entworfenes, auf die Verhältnisse unabhängiger Vermögensverwalter zugeschnittenes Regulierungskleid mit staatlicher Aufsicht erscheint gegenüber der aktuellen Rechtslage mittelfristig als das kleinere Übel, insbesondere, falls es im Gegenzug gelingen sollte, der Branche den begehrten Zugang zu ausländi-

schen Märkten zu verschaffen.¹⁵² Angesichts der nicht eben freundlichen Tonalität, mit welcher im Entwurf der umstrittenen EU-AIFM-Richtlinie¹⁵³ über Vermögensverwalter aus Drittstaaten der Stab gebrochen wird und im Kontext mit der allgemeinen aussenpolitischen Malaise, in welcher sich die Schweiz derzeit befindet, sind derartige Pläne freilich ziemlich ehrgeizig.¹⁵⁴

Sollten die politischen Entscheidungsträger dennoch am derzeitigen Regulierungsansatz festhalten wollen, so gilt es Folgendes zu bedenken: Es besteht mittlerweile kein Zweifel mehr daran, dass die *Selbstregulierung* international in Zukunft noch mehr *unter Druck* geraten wird. Aus den Berichten, welche die

¹⁵² Vorbildfunktion könnte in diesem Kontext etwa Liechtenstein übernehmen: Dessen Vermögensverwalter verfügen nämlich bereits seit geraumer Zeit über einen EU-Pass, der ihnen den Zugang zu sämtlichen europäischen Märkten ermöglicht. Allerdings sind die Vermögensverwalter gestützt auf das liechtensteinische Vermögensverwaltungsgesetz vom 25. November 2005 (LGBI. 2005 Nr. 278) dazu verpflichtet, materiell die Standards von MiFID zu erfüllen. Ausserdem unterstehen sie der prudentiellen Aufsicht durch die Finanzmarktaufsicht (FMA).

¹⁵³ Der Entwurf der EU-Richtlinie über Manager alternativer Investmentfonds sieht eine Bewilligungspflicht für Verwalter alternativer Fonds wie etwa Hedge Funds, Private Equity Funds, Immobilienfonds, Rohstofffonds, Infrastrukturfonds u.ä. vor. Die Vorlage hat in der Schweiz durch eine extrem rigide gefasste Drittstaaten-Regelung Aufsehen erregt, gilt aber auch in der EU als umstritten. Die Abstimmung im EU-Parlament wurde deshalb mehrfach verschoben und soll nun im Herbst 2010 stattfinden. Für eine Schilderung der Probleme aus der Sicht von Schweizer Akteuren siehe etwa die Medienmitteilung der SFA vom 19. Mai 2010, «EU-Richtlinie für Alternative Investment Fund Managers (AIFM) – SFA begrüsst erste Weichenstellungen» (www.sfa.ch/media/media-releases?action=download&type=mediarelease&id=38).

¹⁵⁴ Wenig Verhandlungsspielraum dürfte zudem auch im Verhältnis mit den Vereinigten Staaten bestehen: Mit Inkrafttreten des am 21. Juli 2010 von Präsident Barack Obama unterzeichneten *Dodd-Frank Wall Street Reform and Customer Protection Act* (www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf) unterstehen ausländische Vermögensverwalter, welche Vermögen von Kunden und Fonds in den Vereinigten Staaten verwalten, neu einer Registrierungspflicht bei der Securities and Exchange Commission (SEC). Eine Ausnahme gilt nur für Vermögensverwalter, welche nicht öffentlich vertriebene Fonds verwalten, in welche weniger als 15 Kunden mit einem Volumen von weniger als USD 25 000 000.– investiert sind. Vgl. hierzu § 80b-2 (a) (30) i.V.m. § 80b-3 (b) (3) des entsprechend geänderten Investment Advisers Act of 1940.

¹⁵⁰ Im Unterschied zur Geldwäschereibekämpfung (Art. 18a i.V.m. Art. 26 GwG) fehlt eine Kompetenznorm, welche der FINMA das Recht einräumen würde, ein in elektronischer Form öffentlich zugängliches Register aller einer Branchenorganisation angeschlossenen, unabhängigen Vermögensverwalter zu veröffentlichen. Derzeit publizieren nur einzelne Branchenorganisationen derartige Mitgliederlisten. Beispiele sind etwa die öffentlich abrufbaren Listen von ARIF (www.arif.ch/de/membres.htm) und PolyAsset (www.polyasset.ch/d/anleger/mglliste.html).

¹⁵¹ Nur ganz wenige Branchenorganisationen sehen vor, dass Anleger Disziplinaraukünfte über unterstellte Vermögensverwalter einholen dürfen. Umgekehrt können Kunden stets Hinweise auf Standesverstösse melden.

führenden Regulierungsbehörden der Welt, wie etwa die US-amerikanische SEC¹⁵⁵, die britische FSA (*Turner Review*)¹⁵⁶ oder hochrangige Expertengremien der EU (*Larosière-Bericht*)¹⁵⁷ zur Aufarbeitung der Krise veröffentlicht haben, geht mehr als deutlich hervor, dass das Vertrauen in die Selbstregulierungskräfte des Marktes in seinen Grundfesten erschüttert

ist. Wir täten vor diesem Hintergrund gut daran, die Glaubwürdigkeit unseres Systems der gesteuerten Selbstregulierung und -beaufsichtigung nicht auch noch selber durch schwerfällige Aufsichtsstrukturen und mangelhafte Vollzugsmechanismen zu untergraben. Andernfalls droht dem Finanzplatz Schweiz ein weiterer Schaden, der nur schwer reparabel wäre.

¹⁵⁵ Siehe hierzu etwa *Stephen Labaton*, S.E.C. Concedes Oversight Flaws Fueled Collapse, New York Times, 26. September 2008 (<www.nytimes.com/2008/09/27/business/27sec.html?em>).

¹⁵⁶ *Lord Adair Turner*, Financial Services Authority (FSA), A regulatory response to the global banking crisis, 18. März 2009 (<www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp09_02.pdf>). Der Tenor geht dahin, von der bisher partnerschaftlich verstandenen Zusammenarbeit mit der Finanzindustrie im Rahmen der Ausformulierung und Umsetzung von Regulierungsmassnahmen in Zukunft Abstand zu nehmen. Durch die Einführung der sog. «Intensive Supervision» soll die staatliche Aufsicht ins Zentrum gerückt und deren Enforcement-Kompetenzen sollen u.a. durch Aufstockung der personellen Ressourcen gestärkt werden.

¹⁵⁷ *Larosière-Bericht*, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Brüssel, 25. Februar 2009 (<http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf>), 18, Ziff 52; 47, Ziff. 160; 57, Ziff. 200. Die Expertengruppe anerkennt zwar den Nutzen von Selbstregulierung durch den privaten Sektor, betont gleichzeitig aber auch, dass die Aufsichtsbehörden deren Durchsetzung in der Zukunft viel konsequenter überwachen müssten. Sie fordert daher kohärentere Durchsetzungsmechanismen und stringenter Sanktionssysteme auf den europäischen Finanzmärkten und propagiert zu diesem Zweck einen tiefgreifenden legislativen Harmonisierungsprozess.