

Oktober 2010

---

# Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen

(„FINMA-Vertriebsbericht 2010“)

---



## Kernpunkte

### **Ausgehend von ihren Strategischen Zielen und den Untersuchungsergebnissen in den Fällen Madoff und Lehman ...**

Eines der im September 2009 veröffentlichten Ziele der FINMA besteht darin, den Kundenschutz auf dem schweizerischen Finanzmarkt zu verbessern. Dazu sollen angemessene produktneutrale Sorgfalts-, Offenlegungs- und Aufklärungspflichten beim Absatz von Finanzprodukten gefördert werden. Im Zentrum steht zunächst der Aufschluss über das Risikoprofil von Finanzprodukten, d.h. welche Ausichten auf Gewinn oder Verlust mit dem Erwerb (oder späteren Verkauf) eines Produkts verbunden sind. Im März 2010 veröffentlichte die FINMA ihre Erkenntnisse in den Fällen Madoff und Lehman. Sie kam zum Schluss, dass teilweise das Risikoprofil der Finanzprodukte nicht auf das Risikoprofil der Kunden abgestimmt war. So wurden Risikobewusstsein und Risikobereitschaft der Kunden zum Teil unzureichend abgeklärt und ungenügend auf die persönliche Risikofähigkeit der Kunden abgestimmt.

### **... lancierte die FINMA ein sektorübergreifendes Projekt „Vertriebsregeln“, ...**

Im Projekt „Vertriebsregeln“ untersuchte die FINMA sektorübergreifend und unter Berücksichtigung internationaler und ausländischer Rechtsentwicklungen, ob die bestehenden Produkte-, Verhaltens- und Vertriebsregeln einen ausreichenden Schutz der Kunden zu gewährleisten vermögen. Gegenstand des Projekts bildeten auch Regeln zu Vergütungen, zum grenzüberschreitenden Vertrieb vom Ausland in die Schweiz sowie zur Aufsicht über Vermittler. Die FINMA prüfte insbesondere, ob allfällige Unterschiede in der Regulierung verschiedener Produkttypen oder Dienstleistungen gerechtfertigt sind und ob ein Regulierungsbedarf besteht. Dazu stellte sie zum Teil auf Arbeiten ihrer Vorgängerbehörden und auf ihre eigene Aufsichtstätigkeit ab, führte aber auch Workshops mit repräsentativen Finanzdienstleistern und Branchenorganisationen sowie Gespräche mit Ombudsstellen und Konsumentenorganisationen durch. Dabei wurden jeweils bestehende Produktions- und Vertriebsabläufe erörtert und mögliche Verbesserungen diskutiert.

### **... worin sie Finanzprodukte und -dienstleistungen für Privatkunden analysierte ...**

Im Vordergrund der Abklärungen und Überlegungen der FINMA stand der Absatz von Produkten und die Erbringung von Dienstleistungen gegenüber Privatkunden (Retailkunden). Darunter versteht die FINMA meist in durchschnittlichen Einkommens- und Vermögensverhältnissen lebende Kunden, welche übliche, nicht besonders ausgeprägte finanzmarktrelevante Kenntnisse aufweisen. Davon abzugrenzen sind professionelle Vermögensverwalter, Eigenhändler usw. sowie institutionelle Grosskunden wie z.B. Pensionskassen, Versicherer und Fondsleitungen. Gestützt auf die ihr vom Gesetzgeber zugewiesenen Kompetenzen beschränkte die FINMA ihre Überlegungen auf ihren eigenen Aufsichtsbereich. Dieser wird neben dem Finanzmarktaufsichtsgesetz durch sieben sektoriell angelegte Finanzmarktgesetze bestimmt. Dabei handelt es sich um das Bankengesetz, das Versicherungsaufsichts- und das Versicherungsvertragsgesetz, das Börsengesetz, das Kollektivanlagengesetz, das Pfandbriefgesetz sowie das Geldwäschereigesetz. Nicht behandelt wurden insbesondere (Konsum-)Kredit- und Hypothekarprodukte (welche auch als Finanzprodukte angesehen werden kön-

nen). Die Abklärungen erstreckten sich jedoch auch auf Marktteilnehmer, die (bis anhin) keiner prudenziellen Beaufsichtigung durch die FINMA unterstellt sind.

**... sowie die Wertschöpfungskette und die rechtlichen Rahmenbedingungen untersucht.**

Die Wertschöpfungskette für Finanzprodukte besteht zum einen aus der Herstellung der Produkte (Produktion) sowie deren Vertrieb, sei es durch eigenes Personal (Direktvertrieb) oder durch externe Vertriebspartner als Verkaufsvermittler („push-side“). Zum anderen stehen beim Verkauf, am „Point of Sale“ oder „Point of Purchase“, die Kunden, welche Finanzprodukte erwerben („pull-side“) und später handeln. Während sich die Produktion mit allen Belangen der Herstellung auseinandersetzt, ist der Vertrieb zuständig, die erbrachte Leistung am Markt zu platzieren und an die entsprechende Zielgruppe zu bringen. Die betroffenen Kunden treffen ihre Anlageentscheide entweder selbst und beauftragen in der Folge Dritte mit der Abwicklung („execution only“), oder sie lassen sich von Anlageberatern vor ihrem Entscheid beraten oder delegieren Entscheide und Abwicklungen mittels Vollmacht an einen Vermögensverwalter. Die Finanzdienstleister sind dabei je nach Tätigkeit und Finanzprodukt unterschiedlichen Regeln unterstellt. So bestehen unterschiedliche regulatorische Anforderungen an das Verhalten beim Absatz von Finanzprodukten. Die gesetzlichen Regeln zur Aufsicht und Kontrolle solcher Verhaltensregeln sind uneinheitlich. Auch kennt das schweizerische Aufsichtsrecht kein auf sämtliche Produkte anwendbares Bewilligungs- oder Genehmigungsverfahren und es sind die Prospektpflichten nicht für sämtliche Finanzprodukte einheitlich geregelt.

**Die FINMA stellt ein erhebliches Informationsgefälle und Kräfteungleichgewicht zwischen Finanzdienstleistern und Privatkunden fest, ...**

Privatkunden verfügen oft nur über geringe Kenntnisse und Erfahrung in Finanzanlagen sowie einen schlechten Zugang zu notwendigen Informationen. Einerseits fehlt den Privatkunden die Erfahrung, um die eigenen finanziellen Bedürfnisse und Möglichkeiten aus einer langfristig angelegten Perspektive verlässlich beurteilen zu können. Andererseits mangelt es ihnen an Zeit, Motivation und den erforderlichen Mitteln, um sich mit den Themen vertraut zu machen. Professionelle Finanzdienstleister, insbesondere Produkteanbieter und -vertreiber, als Gegenüber der Privatkunden verfügen dagegen über die erforderlichen Spezialkenntnisse, um die Chancen und Risiken eines Geschäfts adäquat abwägen zu können. Zusätzlich sind Produktehersteller oder mit ihnen verbundene Personen generell besser mit der Konzeption eines bestimmten Produkts vertraut als potentielle Kunden. Ein weiteres Problemfeld liegt im Ertragsdruck der Anbieter sowie in der zunehmenden Komplexität von Finanzprodukten. In einigen Fällen wurden Produkte nicht nur von den Kunden, sondern auch von den Vertreibern selbst nicht mehr ausreichend verstanden. Zum Teil wurden Renditemöglichkeiten einseitig betont und Kosten und Risiken zurückhaltend geschildert. Dadurch fanden Produkte Eingang in Depots von Privatkunden, welche für die Verwirklichung ihrer Anlageziele und bei einer angemessenen Beachtung ihrer Risikofähigkeit nicht oder nur eingeschränkt geeignet waren. Solche schlechten Entscheide wurden auch durch kurzfristiges Denken auf Seiten der Finanzdienstleister sowie durch Überforderung und Gutgläubigkeit auf Seiten der Kunden begünstigt. Privatkunden nehmen die Unterschiede in der Regulierung verschiedener Produkte und Finanzdienstleistungen nicht immer wahr und gehen regelmässig davon aus, dass Finanzdienstleister beim Absatz von Produkten ausschliesslich Kundeninteressen verfolgen, was nicht oder jedenfalls nicht immer zutrifft.

**... welches das geltende Recht nur ungenügend ausgleicht.**

Die Finanzmarktregulierung mit ihrer Ausrichtung auf den Schutz der Sparer und anderen Einleger, der Versicherten sowie der Anleger an Märkten, an denen diese in Anlageprodukte investieren, greift diese Problemfelder zwar punktuell auf, aber nach Ansicht der FINMA ungenügend und nicht homogen. Eine unterschiedliche Regulierung substituierbarer Finanzprodukte vermag nur dann zu überzeugen, wenn die Divergenzen gestützt auf die mit der Regulierung angestrebten Zielsetzungen begründet werden können. Dies ist vorliegend nicht der Fall: Nach Meinung der FINMA reichen die bestehenden Vorgaben für Anlageprodukte nicht aus, um gerade Privatkunden genügend bewusst zu machen, was für ein Produkt sie erwerben und mit welchen Gewinn-, aber auch mit welchen Verlustaussichten und Risiken es verbunden ist. Auch ist für Privatkunden bei Prospekten oder Produktbeschreibungen zum Teil nicht genügend klar ersichtlich, wer bei einem Produktkauf die eigentliche Gegenpartei des Geschäfts ist. Zudem sieht das geltende Recht am Point of Sale nur vereinzelt Erkundigungs- und Informationspflichten der Dienstleister vor. Kunden können sich nicht für alle Produkte und bei sämtlichen Finanzdienstleistern darauf verlassen, dass eine Beratung stattfindet oder eine Beratung unter Berücksichtigung ihrer persönlichen Anlageziele, Kenntnisse und finanziellen Verhältnisse vorgenommen wird und sie ausreichend über die Risiken eines konkreten Geschäfts sowie die damit verbundenen Kosten, Steuern usw. informiert werden. Auch besteht keine genügende Pflicht zur Offenlegung eigener Interessenbindungen und -konflikte etwa bei Vertriebsvergütungen. Zudem ist es nach Auffassung der FINMA stossend, wenn einzelne Finanzdienstleister gemäss geltendem Recht nicht einmal einer Registrierungspflicht unterstehen, sondern ihre Dienstleistungen vollkommen frei von aufsichtsrechtlichen Standards erbringen können. Weiter sind Kunden im Streitfall regelmässig mit Beweislasten konfrontiert, welche die Aufarbeitung ihrer Kundenbeziehung in Zivilprozessen behindern. Schliesslich unterscheidet sich der Kundenschutz gegenüber grenzüberschreitenden Anbietern aus dem Ausland sehr stark, da die Ansätze der verschiedenen Finanzmarktgesetze ohne zwingenden Grund erheblich voneinander abweichen.

**Die FINMA stellt deshalb einen stärkeren Kundenschutz zur Diskussion durch ...**

Zwar erachtet die FINMA die Stärkung der Finanzkenntnisse von Privatkunden als wünschenswert. Auch mittels intensiver Weiterbildungsbemühungen könnten diese aber kaum dauerhaft auf einen Stand gebracht werden, der die Kunden weitgehend unabhängig vom Verhalten der Dienstleister am Point of Sale werden liesse. Aus diesem Grund steht die FINMA der Durchführung von Programmen zur Ausbildung von Kunden in Finanzangelegenheiten skeptisch gegenüber. Sie stellt statt dessen eine Anzahl regulatorischer Massnahmen zur Diskussion.

**... erstens einen Ausbau der Prospekt- und Informationspflichten auf Stufe Produkt, ...**

Es bedarf zunächst auf Stufe Produkt einer kohärenten und weitgehend produktneutralen Prospektspflicht für Anlageprodukte. Die Prospekte sollten in einfach verständlicher Sprache abgefasst werden und sämtliche wesentlichen (und zutreffenden) Angaben über die Produktecharakteristika, Gewinn- und Verlustaussichten, mit dem Produkt verbundenen Risiken, dessen rechtliche Qualifikation sowie das Profil des typischen Anlegers enthalten. Darüber hinaus sollte zwecks besserer Vergleichbarkeit eine produktneutrale und standardisierte Information über die wesentlichen Eigenschaften von zusammengesetzten Finanzprodukten informieren (Produktbeschreibung). Dabei sollte für die betroffe-

nen Produkte jeweils auch eine angemessene Folgepublizität gewährleistet sein. Auf Stufe Produkt anzusetzen bietet den Vorteil, dass Produktehersteller naturgemäss am besten mit der Konzeption eines bestimmten Produkts vertraut sind. Umgekehrt sind gerade jene Dienstleister, welche einem Kunden am Point of Sale gegenüber stehen, am besten in der Lage, nach Rücksprache mit dem Kunden Fragen der Geeignetheit oder Angemessenheit eines Finanzprodukts zugeschnitten auf die konkrete Situation richtig einzuschätzen:

#### **... zweitens verstärkte und einheitliche Verhaltensregeln am Point of Sale, ...**

Als zentrales Element zur Verbesserung der Mängel und Schwächen des geltenden Rechts erachtet die FINMA die Einführung von einheitlichen oder zumindest besser aufeinander abgestimmten Verhaltensregeln für sämtliche Finanzdienstleister am Point of Sale. Insbesondere sind Finanzdienstleistern kohärente Erkundigungs- und Informationspflichten aufzuerlegen. Potentielle und aktuelle Interessenkonflikte sowie Vergütungen Dritter sind konsequent offenzulegen. Bei der Ausgestaltung dieser Pflichten wäre zu differenzieren zwischen Beratungs- und Verwaltungsdienstleistungen und blossen Verkaufs- oder Abwicklungshandlungen. Einheiten, die eine Anlageberatung oder eine mandatsbasierte Vermögensverwaltung für einen Kunden vornehmen, müssten vor Erbringen der eigentlichen Dienstleistung zu einer Geeignetheitsprüfung („Suitability“-Prüfung) verpflichtet werden. Wird ein Kunde nicht persönlich über ein bestimmtes Produkt oder eine konkrete Finanzdienstleistung beraten und findet keine Vermögensverwaltung statt, müsste zumindest die Angemessenheit der Investition geprüft werden („Appropriateness“-Test). Bei reinen „Execution only“-Geschäften, bei denen der Dienstleister am Point of Sale einzig die Abwicklung eines Geschäfts vornimmt, ohne den Kunden über das konkrete Produkt zu informieren oder mit einem Produkt auf einen Kunden zuzugehen, könnte sogar die Pflicht zu einer Angemessenheitsprüfung entfallen, falls der Kunde vorgängig entsprechend informiert würde.

#### **... drittens eine verbesserte Transparenz am Point of Sale, ...**

Privatkunden müssen beim Erwerb eines Finanzprodukts oder der Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen nicht nur vor von für sie ungeeigneten Produkten, sondern auch vor unzutreffenden Erwartungen an die Gegenpartei geschützt werden. Wie erwähnt gehen gerade Privatkunden regelmässig davon aus, dass Finanzdienstleister beim Absatz von Produkten ausschliesslich Kundeninteressen verfolgen. Solche Erwartungen müssen durch die Dienstleister am Point of Sale entweder erfüllt oder vor Geschäftsabschluss korrigiert werden. Für die Vertragsparteien muss bereits vor der Durchführung einer Finanzdienstleistung klar sein, welche vertraglichen Leistungen gestützt auf das konkrete Vertragsverhältnis geschuldet werden. Damit hätte der Dienstleister seine Kunden vor Abschluss eines Vertrags über seine eigene Rolle aufzuklären und dem Kunden Informationen über sein Unternehmen und seine Qualifikationen zu unterbreiten. Zudem bedarf es einer vertieften Aufklärung über Produkte und Anlagestrategien sowie die mit einem konkreten Geschäft verbundenen Kosten, Steuern usw. Schliesslich könnte die Einführung von Dokumentationspflichten einen Beweis der Haftungsvoraussetzungen in zivilrechtlichen Verfahren erheblich erleichtern. Denkbar wäre etwa die Einführung einer Dokumentationspflicht des Risikoprofils des Kunden samt der Gründe, die zu einer konkreten Empfehlung ihm gegenüber geführt haben (Risiken, Gewinnaussichten, Kosten etc. von Produkten). Möglich wäre auch die standardisierte Aufzeichnung von Beratungs- oder Kaufgesprächen.

**... viertens eine verstärkte und einheitlichere Regulierung des grenzüberschreitenden Vertriebs von ausländischen Finanzprodukten in die Schweiz, ...**

Es bedarf eines kohärenten produkteneutralen Ansatzes zur Regulierung des grenzüberschreitenden Angebots aus dem Ausland, welcher Kunden in der Schweiz unabhängig der Produktkategorie oder Dienstleistung das erforderliche Schutzniveau bietet. Dass namentlich grenzüberschreitendes Cold Calling für Banken und Effekthändler vom Ausland aus in die Schweiz regulatorisch nicht erfasst wird, ist international ungewöhnlich und fragwürdig. Das Gleiche gilt für das Fehlen einer Bewilligungspflicht zur grenzüberschreitenden Werbung für Publikumseinlagen.

**... fünftens eine Kundensegmentierung, ...**

Die Einführung der bis anhin skizzierten Massnahmen würde auf Seiten der Finanzdienstleister zum Teil grössere Umsetzungskosten bedingen, die erfahrungsgemäss auf die Kunden überwälzt würden. Da keine regulatorischen Massnahmen eingeführt werden sollen, deren Nutzen den daraus resultierenden Aufwand nicht zu rechtfertigen vermag, befürwortet die FINMA die Einführung einer produkteneutralen Kundensegmentierung in qualifizierte und gewöhnliche Kunden (ähnlich der europäischen Prospektrichtlinie und der MiFID). Gerade professionelle Kunden benötigen regelmässig ein geringeres Mass an Schutz, können sie sich doch relevante Informationen gut selbst beschaffen und, soweit vorhanden, gegenüber Finanzdienstleistern ihre Marktmacht einsetzen. Für qualifizierte Kunden könnten die erwogenen Massnahmen daher in deutlich reduzierter Form umgesetzt werden. So wäre denkbar, die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts auf Finanzprodukte zu beschränken, die auch an gewöhnliche Anleger vertrieben werden sollen. Auf Stufe der Verhaltensregeln am Point of Sale könnte sich die Kundensegmentierung dahingehend auswirken, dass die oben vorgeschlagenen Handlungsoptionen nur auf gewöhnliche Kunden Anwendung finden würden. Denkbar wäre auch, den Kunden jeweils eine Wahlmöglichkeit einzuräumen, zu welcher Kategorie sie zählen wollen („opt in“ oder „opt out“).

**... sechstens Verhaltensregeln und eine Registrierungspflicht für nicht prudentiell beaufsichtigte Finanzdienstleister sowie ...**

Es sollten Anforderungen an die Aus- und Weiterbildung sowie die Erfahrung der für die Erbringung der Finanzdienstleistung zuständigen Personen eingeführt werden (auch im prudentiellen Bereich). Zudem bedarf es einer entsprechenden Registrierungspflicht für nicht prudentiell beaufsichtigte Finanzdienstleister samt Überprüfung der Einhaltung der zu schaffenden Verhaltensregeln. Weiter sind klare Bezeichnungen für Finanzdienstleister vorzusehen. Für Kunden muss eindeutig sein, ob ein Anbieter prudentiell beaufsichtigt wird (wie v.a. Banken, Versicherer, Effekthändler und Fondsleitungen) oder sich nur, aber immerhin, registriert hat. Sofern genügend hohe Standards eingehalten werden, wäre zur Erleichterung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen durch Schweizer Anbieter eine freiwillige Unterstellung zu ermöglichen.



**... siebtens eine entscheidbefugte Streitschlichtungsstelle („Ombudsstelle“) für sämtliche Finanzdienstleister.**

Gerade Privatkunden könnten von der Einführung eines einheitlichen, für sämtliche Produzenten und anderen Finanzdienstleister des schweizerischen Finanzplatzes geltenden Streitschlichtungswesens profitieren. Kunden würde dadurch bei Fragen oder Unstimmigkeiten eine Ansprechperson ausserhalb des betroffenen Dienstleisters zur Verfügung gestellt. Die Schaffung einer unabhängigen Ombudsstelle für sämtliche Finanzdienstleistungen auf dem Schweizer Finanzplatz könnte Privatkunden zudem vor der Durchführung kostspieliger und risikobehafteter Gerichtsprozesse gegen ihre Vertragspartner am Point of Sale bewahren. Die entsprechende Ombudsfunktion könnte Aussenstellen aufweisen (insb. nach Sprachregionen), sollte aber klar auf einem einheitlichen, branchenübergreifenden Statut fussen. Um eine effektive Konfliktbeilegung zu gewährleisten, könnte der Ombudsstelle auch die Kompetenz zur Entscheidung von Streitigkeiten zugesprochen werden. Zu begrüssen wäre auch die Möglichkeit kollektiver Streiterledigung von gleichgelagerten Fällen, welche eine Vielzahl von Privatkunden in ähnlicher Weise betreffen.

**Zur Umsetzung dieser Vorschläge bedarf es Aufsichtsmaßnahmen der FINMA ...**

Die FINMA ist bestrebt, gewisse aufgedeckte Mängel im Rahmen ihrer Kompetenzen bereits unter geltendem Recht anzugehen. So wird sie im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit und ihrer Ressourcen die Einhaltung bestehender Verhaltensregeln am Point of Sale vertieft prüfen und wenn erforderlich auch durchsetzen. Dazu sind insbesondere Stichprobenkontrollen von vereinfachten Prospekten strukturierter Produkte denkbar. Auch erwägt die FINMA unter anderem Qualitätskontrollen bei Finanzdienstleistern mittels Mystery-Shopping.

**... sowie eines neuen „Finanzdienstleistungsgesetzes“ und allenfalls vorgängig einer „Verordnung zu Verhaltensregeln“, ...**

Zur nachhaltigen Verankerung der von ihr befürworteten Handlungsoptionen stellt die FINMA die Schaffung eines allgemeinen Finanzdienstleistungsgesetzes zur Diskussion. Ein solches Gesetzgebungsprojekt bedürfte bis zu seinem Inkrafttreten auch bei Vorliegen eines eindeutigen politischen Willens erfahrungsgemäss aber mehrere Jahre. Schneller könnte und müsste deshalb eine – in ihrem Anwendungsbereich allerdings auf bestimmte bereits prudentiell beaufsichtigte Finanzdienstleister beschränkte – Verordnung des Bundesrates zu Verhaltenspflichten im Effektenhandel und beim Vertrieb von Kollektivanlagen realisiert und umgesetzt werden.

**... womit der Kundenschutz und die Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz gesteigert werden.**

Die FINMA ist überzeugt, dass die Umsetzung der von ihr befürworteten Handlungsoptionen einen positiven Beitrag zum Kunden- und Reputationsschutz leisten und gleichzeitig die Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz steigern würde. Es liegt aus Sicht der FINMA auch im Interesse der Anbieter, dass Regulierungslücken geschlossen werden, die es unseriösen Anbietern erlauben, solche Lücken zum Nachteil der in der Schweiz ansässigen Kunden auszunützen. Überdies könnten die Massnahmen auch zu einer Verbesserung des Zutritts zu ausländischen Märkten führen.

## Fragen an die Diskussionsteilnehmer

1. Inwieweit teilen Sie die Problemschilderung in diesem Bericht (Kapitel 6)?
2. Wie beurteilen Sie die im Bericht dargestellten Handlungsoptionen und die Vorschläge zu Massnahmen und Policy (Kapitel 7 bis 10)?

Stellungnahmen zum vorliegenden Diskussionspapier können **bis zum 15. April 2011** eingereicht werden. Die FINMA würde eine möglichst breite Teilnahme an der Beantwortung der eingangs gestellten Fragen begrüßen. Die FINMA lädt nicht nur die Finanzdienstleister, sondern insbesondere auch deren Kunden sowie Vertreter der Wissenschaft ein, sich zu diesem Bericht zu äussern.

Nach Eingang und Auswertung der Stellungnahmen wird die FINMA das in den Kapiteln 8 bis 10 vorgeschlagene weitere Vorgehen überprüfen. Die Ergebnisse dieser Analyse werden durch die FINMA veröffentlicht.

Archiv



## Inhaltsverzeichnis

<b>Kernpunkte</b> .....	<b>2</b>
<b>Fragen an die Diskussionsteilnehmer</b> .....	<b>8</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>9</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>14</b>
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>16</b>
<b>2 Zielsetzung</b> .....	<b>17</b>
<b>3 Gegenstand und Vorgehen</b> .....	<b>18</b>
<b>4 Wertschöpfungskette</b> .....	<b>20</b>
<b>5 Rechtlicher Rahmen</b> .....	<b>23</b>
5.1 Produktion.....	23
5.2 Vertrieb.....	24
5.3 Vermögensverwaltung, Anlageberatung und Abwicklung.....	25
<b>6 Problemfelder</b> .....	<b>26</b>
6.1 Informationsgefälle und Kräfteungleichgewicht.....	26
6.2 Ungenügende Produktregeln.....	28
6.3 Ungenügende Verhaltensregeln beim Absatz von Finanzprodukten.....	31
a) Ungenügende Erkundigungs- und Informationspflichten bei der Kundenberatung.....	31
b) Mangelnde Transparenz über die erbrachte Dienstleistung.....	32
c) Mangelnde Kostentransparenz.....	33

d)	Ungenügendes Aufdecken potentieller und aktueller Interessenkonflikte.....	34
6.4	Uneinheitliche Aufsicht über Finanzdienstleister .....	35
6.5	Schwierige Durchsetzung von Ansprüchen .....	36
6.6	Ungenügende Regelung der grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen in die Schweiz .....	37
6.7	Internationale Entwicklungen .....	38
<b>7</b>	<b>Handlungsoptionen.....</b>	<b>39</b>
7.1	Kundensegmentierung .....	39
7.2	Ombudsstellenobligatorium.....	43
7.3	Produktregeln .....	44
a)	Ausdehnung der Prospekt- und Informationspflichten .....	44
b)	Bewilligungspflicht für Produkte.....	46
c)	Beeinflussung der Produktpalette.....	48
7.4	Verhaltensregeln am Point of Sale.....	48
a)	Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung am Point of Sale.....	48
b)	Erhöhte Aufklärungspflichten vor Vertragsschluss.....	51
c)	Klare Informationen über den Dienstleister und dessen Leistungen.....	51
d)	Aufdecken von Interessenkonflikten.....	51
e)	Vertiefte Aufklärung über Produkte und Anlagestrategien .....	52
f)	Erhöhte Kostentransparenz.....	53
g)	Erweiterte Dokumentationspflichten .....	53
7.5	Kohärenter Ansatz zur Aufsicht über Finanzdienstleister .....	54
a)	Registrierungspflicht mit punktueller Überprüfung .....	54
b)	Klare Bezeichnungen.....	57
c)	Bewilligungspflicht mit dauernder Aufsicht durch die FINMA oder eine Selbstregulierungs- oder Branchenorganisation .....	57
7.6	Durchsetzung von Ansprüchen .....	58
a)	Beweislastumkehr im Streitfall.....	58
b)	Rücktritts- und Kündigungsrecht .....	59

c)	Inhaltskontrolle von Formularverträgen und Allgemeinen Geschäftsbedingungen .....	59
d)	Kostengünstige Gerichtsverfahren .....	59
e)	Sammelklagen .....	60
7.7	Mehr Kohärenz in der Regulierung des grenzüberschreitenden Vertriebs von ausländischen Finanzprodukten in die Schweiz .....	60
a)	Produkteneutraler Regulierungsansatz .....	60
b)	Einführung zwingender Reziprozitätserfordernisse .....	61
7.8	Orientierung an oder Übernahme der EU-Vertriebs- und Produkteregeln.....	61
7.9	Verstärkte Kundenausbildung .....	62
7.10	Fazit.....	62
<b>8</b>	<b>Geplante und erwogene aufsichtsrechtliche Massnahmen durch die FINMA.....</b>	<b>65</b>
8.1	Einhaltung bestehender Vertriebsregeln als Schwerpunktthema von Aufsicht und Enforcement .....	65
8.2	Stichprobenkontrollen von vereinfachten Prospekten Strukturierter Produkte .....	65
8.3	Mystery-Shopping .....	65
<b>9</b>	<b>Kurzfristige Regulierung: Schaffen einer Verordnung zu den Verhaltenspflichten im Effektenhandel und beim Vertrieb von Kollektivanlagen durch den Bundesrat .....</b>	<b>66</b>
<b>10</b>	<b>Langfristige Regulierung: Schaffen eines „Finanzdienstleistungsgesetzes“ durch das Parlament .....</b>	<b>67</b>
10.1	Notwendigkeit.....	67
10.2	Einbettung in die Finanzmarkt- und Zivilgesetzgebung .....	67
10.3	Kerninhalt .....	68
a)	Ziel und Gegenstand .....	68
b)	Kundensegmentierung .....	68
c)	Ombudsstelle .....	68
d)	Kohärente Produkteregeln.....	68

i	Vereinheitlichte Regulierung von Prospektpflichten und Folgepublizität bei Anlage-produkten .....	68
ii	Einheitliche Produktebeschreibung für zusammengesetzte Finanzprodukte .....	69
e)	Kohärente Verhaltensregeln .....	69
i	Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung am Point of Sale .....	69
ii	Aufklärungspflichten vor Vertragsschluss .....	69
iii	Kostentransparenz .....	69
iv	Dokumentationspflichten .....	70
f)	Registrierung und punktuelle Überprüfung von Verhaltensregeln gegenüber nicht prudentiell beaufsichtigten Finanzdienstleistern .....	70
g)	Grenzüberschreitender Vertrieb von Finanzprodukten in die Schweiz .....	70
<b>Glossar Finanzprodukte .....</b>		<b>71</b>
<b>Ausgewählte Literatur .....</b>		<b>74</b>
<b>Endnoten Diskussionspapier .....</b>		<b>76</b>
<b>Anhänge .....</b>		<b>1</b>
<b>1 Privatkunden und ihre Bedürfnisse .....</b>		<b>2</b>
<b>2 Finanzprodukte .....</b>		<b>3</b>
<b>3 Wertschöpfungskette .....</b>		<b>6</b>
3.1	Produktion .....	7
3.2	Vertrieb .....	8
3.3	Vermögensanlage .....	10
3.4	Exkurs: Handel .....	14

3.5	Zusammenfassung.....	15
<b>4</b>	<b>Ziele der Finanzmarktregulierung und Regulierungsansätze .....</b>	<b>16</b>
<b>5</b>	<b>Bestehende Regulierung .....</b>	<b>18</b>
5.1	Produktion .....	18
	a) Zivilrechtliche Einordnung .....	18
	b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung .....	18
5.2	Vertrieb von Eigenprodukten.....	21
	a) Zivilrechtliche Einordnung .....	21
	b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung .....	22
5.3	Vertrieb von Fremdprodukten .....	24
	a) Zivilrechtliche Einordnung .....	24
	b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung .....	24
5.4	Vermögensverwaltung.....	25
	a) Zivilrechtliche Einordnung .....	25
	b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung .....	26
5.5	Anlageberatung und -vermittlung .....	27
	a) Zivilrechtliche Einordnung .....	27
	b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung .....	29
5.6	Abwicklung / Verwahrung.....	29
	a) Zivilrechtliche Einordnung .....	29
	b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung .....	29
5.7	Rechtsvergleich.....	31
	<b>Endnoten Anhänge .....</b>	<b>35</b>

## Abkürzungsverzeichnis

ABV-FINMA	Verordnung der FINMA über die ausländischen Banken in der Schweiz vom 21. Oktober 1996 (Auslandbankenverordnung-FINMA; SR 952.111)
AVO	Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen (Aufsichtsverordnung; SR 961.011)
AVO-FINMA	Verordnung der FINMA über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen (Aufsichtsverordnung-FINMA; SR 961.011.1)
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz; SR 952.0)
BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (Bankenverordnung; SR 952.02)
BBl	Schweizerisches Bundesblatt
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz; SR 954.1)
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel vom 2. Dezember 1996 (Börsenverordnung; SR 954.11)
BEHV-FINMA	Verordnung der FINMA über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Oktober 2008 (Börsenverordnung-FINMA; SR 954.193)
BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts
BPV	Bundesamt für Privatversicherungen
EBK	Eidg. Bankenkommission
E-VVG	Entwurf zu einem Bundesgesetz über den Versicherungsvertrag vom 21. Januar 2009 <sup>1</sup>
FINMA	Eidg. Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz; SR 956.1)



GwG	Bundesgesetz über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung im Finanzsektor vom 10. Oktober 1997 (Geldwäschereigesetz; SR 955.0)
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagengesetz; SR 951.31)
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen vom 22. November 2006 (Kollektivanlagenverordnung; SR 951.311)
KKV-FINMA	Verordnung der FINMA über die kollektiven Kapitalanlagen vom 21. Dezember 2006 (Kollektivanlagenverordnung-FINMA; SR 951.312)
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente
NBG	Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank vom 3. Oktober 2003 (Nationalbankgesetz; SR 951.11)
NBV	Verordnung über die Schweizerische Nationalbank vom 18. März 2004 (Nationalbankverordnung; SR 951.131)
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (SR 220)
PfG	Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930 (SR 211.423.4)
PfV	Pfandbriefverordnung vom 23. Januar 1931 (SR 221.423.41)
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SFA	Swiss Funds Association
SNB	Schweizerische Nationalbank
SVV	Schweizerischer Versicherungsverband
VAG	Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz; SR 961.01)
VVG	Bundesgesetz über den Versicherungsvertrag (Versicherungsvertragsgesetz; SR 221.229.1)

## 1 Einleitung

Am 30. September 2009 veröffentlichte die FINMA ihre **Strategischen Ziele für die Jahre 2010 bis 2012**. Dabei wurden in sieben übergeordneten strategischen Zielen die Themenschwerpunkte festgelegt, die mittels konkreter Initiativen und Projekte innerhalb eines Zeithorizonts von drei Jahren umgesetzt werden sollen.<sup>2</sup> Die Umsetzung erfolgt im Dialog mit den wesentlichen Interessengruppen. Allen strategischen Zielen gemeinsam ist das Bestreben, den Kundenschutz auf den schweizerischen Finanzmarkt zu verbessern. Eine der festgelegten Zielsetzungen besteht zudem ausdrücklich in der Verbesserung des Kundenschutzes. Dieses Ziel soll gemäss der Strategie insbesondere durch die folgenden Umsetzungsmassnahmen erreicht werden:

- Die FINMA fördert angemessene **Sorgfalts-, Offenlegungs- und Aufklärungspflichten** im Vertrieb von Finanzprodukten (Point of Sale). Im Zentrum steht der Aufschluss über das Risikoprofil der Produkte (Gewinnchancen und Verlustrisiken). Dazu erarbeitet die FINMA die nötigen Grundlagen, quer durch den Finanzsektor und produkteneutral.
- Die FINMA prüft, ob aufsichtsrechtliche Anforderungen an die **Ausbildung** der mit dem Kundenkontakt betrauten Personen einen positiven Beitrag zum Kunden- und Reputationsschutz leisten können.
- Die FINMA untersucht sektorübergreifend die Vertriebsregeln einschliesslich der **Aufsichtsregeln über Vermittler** und der **Abgrenzung zwischen qualifizierten Anlegern und Kleinkunden**. Sie prüft dabei auch das Verhältnis von Vertriebs- zu Produkteregeln sowie die Abstimmung innerhalb dieser **Produkteregeln**. Sie berücksichtigt bei der Analyse das internationale Umfeld.

Am 2. März 2010 publizierte die FINMA die Ergebnisse ihrer zwei gross angelegten **Untersuchungen in den Fällen Madoff und Lehman**.<sup>3</sup> Dabei stellte sie insbesondere in folgenden Bereichen regulatorischen Handlungsbedarf zur Verbesserung des Kundenschutzes fest:

- Information über **Gewinnpotenzial und Verlustrisiken**  
Neben dem Gewinnpotenzial seien auch die mit dem Kauf von Finanzprodukten verbundenen Verlustrisiken in einer übersichtlich zu gestaltenden Verkaufsdokumentation einfach und verständlich darzulegen.
- Abklärung des **Risikoprofils des Kunden**  
Die Anbieter von Finanzprodukten seien zu verpflichten, am Vertriebspunkt (Point of Sale) nicht nur in der Vermögensverwaltung, sondern auch in der Anlageberatung die Risikofähigkeit sowie das Risikobewusstsein und die Risikobereitschaft ihrer Kunden sorgfältig abzuklären (Risikoprofil) und – auch bei der Anlageberatung – auf eine ausreichende Diversifikation zu achten. Zudem seien bei der Vermögensverwaltung die (heute eher rudimentär) bestehenden Vorgaben betreffend Diversifikation zu verschärfen.

Entsprechend lancierte die FINMA ein Projekt zur sektorübergreifenden Überprüfung der bestehenden Verhaltens- und Vertriebsregeln, deren Verhältnis zu Produkteregeln und der Frage der Vermittlerregulierung sowie -aufsicht (Projekt „Vertriebsregeln“). Gegenstand des Projekts bildeten unter Berück-

sichtigung internationaler und ausländischer Rechtsentwicklungen hauptsächlich folgende Fragenkomplexe:

- **Verhaltens- und Vertriebsregeln:** Dazu gehören Themen wie Zeitpunkt, Umfang und Qualität der Dokumentierung der Kundeninformation, insbesondere auch, wie über das Risikoprofil von Produkten Aufschluss zu geben sei (Gewinnchancen und Verlustrisiken) sowie Anforderungen an die Anlageberatung betreffend Produktauswahl und Risikokonzentration bei „Retail“-Kunden.
- **Regeln zu Vergütungen:** Zu berücksichtigen seien die aktuellen Vorschläge zur Revision des Versicherungsvertragsgesetzes (VVG). Zu prüfen sei auch, ob hinsichtlich der Parallelität des Einnehmens von Vertriebsvergütungen bei Primärmarkttransaktionen von Kunden bei gleichzeitiger Belastung des Kunden mit Verkaufskommissionen aufsichtsrechtliche Vorgaben notwendig sind.
- **Produktregeln:** Abzuklären sei, ob regulatorische Unterschiede bei substituierbaren Finanzprodukten, welche gleiche Anlagebedürfnisse befriedigen, gerechtfertigt sind, und es sei das Verhältnis zwischen Produkttransparenz und Aufklärung am Point of Sale zu prüfen.
- **Regeln zum grenzüberschreitenden Vertrieb vom Ausland in die Schweiz** (inkl. öffentliche Werbung).
- **Regeln zur Aufsicht über Vermittler** (Verkaufs- und Einkaufsvermittler).

Die Ergebnisse dieses Projekts werden im vorliegenden Diskussionspapier präsentiert.

## 2 Zielsetzung

Im Projekt „Vertriebsregeln“ untersuchte die FINMA **sektorübergreifend** und unter Berücksichtigung internationaler und ausländischer Rechtsentwicklungen, ob die bestehenden Produkte-, Verhaltens- und Vertriebsregeln einen ausreichenden Schutz der Kunden zu gewährleisten vermögen. Insbesondere prüfte sie, ob allfällige Unterschiede in der Regulierung verschiedener Produkttypen oder Dienstleistungen gerechtfertigt sind und ob ein Regulierungsbedarf besteht. Mit diesem Diskussionspapier möchte die FINMA eine breite öffentliche Diskussion über die Zukunft der schweizerischen Vertriebs- und Produktregulierung initiieren. Die FINMA lädt nicht nur die Finanzdienstleister, sondern insbesondere auch deren Kunden sowie Vertreter der Wissenschaft ein, sich zu diesem Bericht zu äussern.

Die Einordnung der unter Kapitel 6 dargelegten Mängel und die Bewertung der in Kapitel 7 erwähnten Handlungsoptionen erforderte eine vorgängige Analyse der Wertschöpfungskette bei der Herstellung und dem Vertrieb von Finanzprodukten. Zudem mussten die geltenden rechtlichen Bestimmungen zur Regulierung von Handlungen entlang dieser Wertschöpfungskette dargelegt und Begrifflichkeiten geklärt werden. Diese Vorarbeiten zum eigentlichen Diskussionspapier können die **angestrebte öffentliche Auseinandersetzung** über die aktuelle und künftige Regulierung der Herstellung und des Vertriebs von Finanzprodukten unterstützen. In den Anhängen werden somit die folgenden Themen vertieft behandelt: Privatkunden und ihre Bedürfnisse (Anhang 1), Finanzprodukte (Anhang 2), Wert-

schöpfungskette (Anhang 3), Ziele der Finanzmarktregulierung und Regulierungsansätze (Anhang 4) sowie ein Überblick über die bestehende Regulierung (Anhang 5).

### 3 Gegenstand und Vorgehen

Das Diskussionspapier befasst sich mit der Produktion und dem Absatz von Finanzprodukten auf dem schweizerischen Finanzmarkt, sei es direkt oder durch Verkaufs- oder Einkaufsvermittler.<sup>4</sup> Im Vordergrund der Abklärungen und Überlegungen stehen der Absatz von Produkten und die Erbringung von Leistungen gegenüber **Privatkunden (Retailkunden)**. Darunter versteht die FINMA meist in durchschnittlichen Einkommens- und Vermögensverhältnissen lebende Kunden, welche übliche, nicht besonders ausgeprägte finanzmarktrelevante Kenntnisse aufweisen (Anhang 1).<sup>5</sup> Die entsprechenden Überlegungen gelten aber auch für vermögende Kunden mit **wenig Wissen und Erfahrung im Finanzbereich**. Davon abzugrenzen sind professionelle Vermögensverwalter, Eigenhändler usw. sowie institutionelle Grosskunden wie z.B. Pensionskassen, Versicherer und Fondsleitungen.<sup>6</sup>

Nicht alle Finanzprodukte und Finanzdienstleistungen fallen in den Aufsichtsbereich der FINMA. Die sieben von ihr um- und durchzusetzenden Finanzmarktgesetze befassen sich mit folgenden Produkten und Dienstleistungen:

<b>Tabelle 1: Anknüpfung der Finanzmarktgesetze</b>	
<b>Finanzmarktgesetz</b>	<b>Anknüpfung</b>
Bankengesetz	Einlagen sowie Zahlungssysteme
Pfandbriefgesetz	Pfandbriefe
Versicherungsaufsichtsgesetz	Privatversicherungen
Versicherungsvertragsgesetz	Privatversicherungen
Börsengesetz	Börsen, Effekten sowie Effektenabwicklungssysteme
Kollektivanlagengesetz	Kollektive Kapitalanlagen und z.T. Strukturierte Produkte
Geldwäschereigesetz	Finanzintermediation

**Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf den Aufsichtsbereich der FINMA gemäss den Finanzmarktgesetzen. Nicht eingegangen wird deshalb insbesondere auf (Konsum-)Kredit- und Hypothekarprodukte.** Die Untersuchung erstreckt sich jedoch auch auf Marktteilnehmer, die keiner prudentiellen Beaufsichtigung durch die FINMA unterstellt sind. Durch die Ausführungen erfasst werden namentlich die Produktion sowie der aktive Vertrieb von Finanzprodukten durch Banken, Versicherungen, Fondsleitungen und gebundene Drittvertreiber. Zudem beziehen sich die Ausführungen auch auf sämtliche Formen der Vermögensverwaltung, Anlageberatung und der blossen Durchführung von Finanztransaktionen („Execution Only“-Transaktionen).

Das Diskussionspapier stützt sich einerseits auf Erkenntnisse aus den bereits erwähnten Untersuchungen in den Fällen Madoff und Lehman. Weiter erörterte die FINMA – wie bereits die EBK bei mehreren Banken, Effekthändlern, Fondsleitungen, externen Vermögensverwaltern und Branchenorganisationen anlässlich ihres Diskussionspapiers von 2008 zu Vertriebsvergütungen – in verschiedenen **Workshops** mit repräsentativen Versicherern, Versicherungsvermittlern und Branchenorganisationen Fragen betreffend die Produktion und den Absatz von Finanzprodukten. Insbesondere wurden Themen besprochen wie die Herstellung eigener Produkte, der Vertrieb eigener und fremder Produkte, die massgebenden Zahlungsflüsse, die Anreize für Mitarbeitende, der Umgang mit möglichen Interessenkonflikten sowie die Ausbildung und Überwachung von Mitarbeitenden. Zu diesen Themen wurden auch **Gespräche** mit Ombudsstellen und Konsumentenorganisationen geführt. Bei einzelnen der behandelten Fragestellungen konnte zudem auf Vorarbeiten von Vorgängerorganisationen der FINMA zurückgegriffen werden. EBK und BPV beschäftigten sich in den letzten Jahren wiederholt mit Fragestellungen des Kundenschutzes. Die Ausführungen in diesem Diskussionspapier fassen auf den erwähnten Vorarbeiten, Workshops und Gesprächen, auf aus der laufenden Aufsichtstätigkeit der FINMA sowie ihrer Vorgängerbehörden gewonnenen Erkenntnissen und einschlägigen Berichten und Studien, die von dritter Seite publiziert wurden.

#### **Vertiefung 1: Aufsichtstätigkeit von EBK und BPV**

1999 nahm sich die **EBK** der Problematik nicht risikogerechter Anreizwirkungen von Bonus- und Gewinnbeteiligungssystemen an und formulierte 2001 aufgrund einer vertieften Analyse bei ausgewählten Banken mehrere Eckwerte zur **Ausgestaltung variabler Lohnsysteme** im Sinne einer „good market practice“. <sup>7</sup> 2002 und 2003 überprüfte sie bei einer repräsentativen Auswahl an Banken deren **Geschäftsbeziehungen mit externen Vermögensverwaltern**. Gegenstand der Schwerpunktprüfung waren unter anderem Vergütungen der Banken an externe Vermögensverwalter. <sup>8</sup> 2003 und 2004 befasste sich die EBK mit der **Preisgestaltung bei Anlagefonds**. <sup>9</sup> Zu den steigenden Fondskosten äusserte sie sich 2005. Sie wirkte darauf hin, dass von der SFA eine Richtlinie für mehr Transparenz erlassen wurde, welche die EBK als aufsichtsrechtlichen Mindeststandard anerkannte. <sup>10</sup>

Als das Bundesgericht mit Urteil vom 22. März 2006 <sup>11</sup> einen zivilrechtlichen Streitfall zwischen einem externen Vermögensverwalter und dessen Kunden entschied und den Vermögensverwalter verpflichtete, seinem Kunden „Retrozessionen“ weiterzugeben, die er von der konto- und depotführenden Bank erhalten hatte, setzte sich die EBK mit den Auswirkungen des Urteils auf den von ihr beaufsichtigten Finanzsektor auseinander. Sie beschloss, das Thema unter dem **Blickwinkel möglicher Interessenkonflikte sowie dem Bestreben nach vermehrter Transparenz bei solchen Konflikten und hinsichtlich Vertriebskosten** zu vertiefen. <sup>12</sup> 2007 setzte die EBK eine interne Projektgruppe ein und beauftragte diese, eine Auslegeordnung zu den relevanten Formen von Vertriebsvergütungen zu erstellen. <sup>13</sup> Gestützt auf einen Bericht der Gruppe veröffentlichte die EBK im September 2008 ein ausführliches **Diskussionspapier zu „Anreizsystemen und Interessenkonflikten beim Vertrieb von Finanzprodukten“**. <sup>14</sup> Darin bejahte sie einen aufsichtsrechtlichen Handlungsbedarf und schlug hinsichtlich Vertriebsvergütungen eine erhöhte produkteunabhängige Transparenz gegenüber den Endkunden am Point of Sale vor. <sup>15</sup> Auf Grund der Ergebnisse der Diskussion wurde im Dezember 2008 durch die FINMA das FINMA-Rundschreiben 2009/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ erlassen. <sup>16</sup>

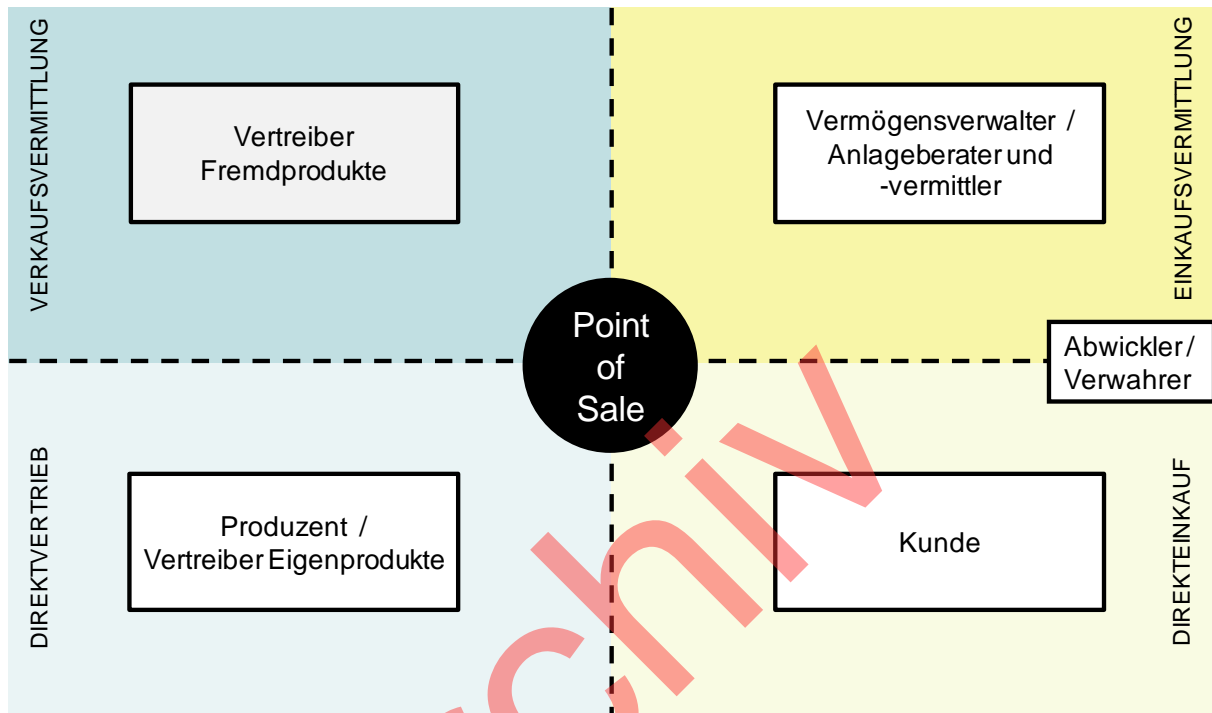
Den Aufsichtsbereich des **BPV** betreffend verabschiedete das Parlament 2004 das **neue Versicherungsaufsichtsgesetz** (VAG), welches auf einer verschärften Solvenzkontrolle fusst. Eine präventive Produktkontrolle wurde nur noch in den beiden „sozial sensiblen“ Bereichen der Beruflichen Vorsorge und der Zusatzversicherungen zur obligatorischen Krankenversicherung beibehalten. Weiter erfolgte eine Verstärkung des Kundenschutzes durch Ausweitung der aufsichtsrechtlichen Informationspflichten der Versicherer sowie durch die Verpflichtung der ungebundenen Versicherungsvermittler zum Eintrag in ein amtliches Register.<sup>17</sup> 2006 legte eine Expertenkommission einen Entwurf für eine **Totalrevision des Versicherungsvertragsgesetzes** (VVG) vor, worauf das BPV mit der Ausarbeitung einer Vernehmlassungsvorlage beauftragt wurde.<sup>18</sup> Diese lag 2008 vor und beinhaltete unter anderem eine Erweiterung der Informationspflichten von Versicherern, eine neue Regelung der Versicherungsvermittler und ihrer Entschädigung sowie eine gesetzliche Regelung der heute auf privater Basis bereits bestehenden Ombudsstelle.<sup>19</sup> Die Vorlage ging 2009 in die Vernehmlassung. Anfang 2010 wurden die Vernehmlassungsergebnisse publiziert. Im Herbst 2010 soll die Vorlage dem Bundesrat zum Vorentscheid über die wesentlichen strittigen Punkte sowie zur Erteilung des Auftrags zur Ausarbeitung einer Botschaft vorgelegt werden.<sup>20</sup>

#### 4 Wertschöpfungskette

Die Wertschöpfungskette für Finanzprodukte setzt sich – stark vereinfacht – auf der einen Seite aus der Herstellung des Produkts (**Produktion**) sowie dessen Vertrieb zusammen, sei es durch eigenes Personal (**Direktvertrieb**) oder durch externe Vertriebspartner als **Verkaufsvermittler** („push-side“). Auf der anderen Seite stehen am **Point of Sale** – bzw. **Point of Purchase** – die Kunden, die sich teils von **Einkaufsvermittlern** beraten oder gar mittels Vollmacht vertreten lassen, um Finanzprodukte zu erwerben („pull-side“) und ggf. später zu handeln (Näheres in Anhang 3).



Abbildung 1: Kunden am Point of Sale



Während sich die **Produktion** mit allen Belangen der Herstellung auseinandersetzt – von der unternehmerischen Überlegung, ein Finanzprodukt aufzulegen, bis hin zur Fertigstellung unter Berücksichtigung aller relevanten rechtlichen Gegebenheiten –, ist der **Vertrieb** zuständig, die erbrachte Leistung am Markt zu platzieren und an die entsprechende Zielgruppe zu bringen. Dies geschieht entweder über die eigene Vertriebsstruktur (was bei grossen Instituten eher gegeben ist als bei kleineren) oder aber durch Vertriebskanäle Dritter, welche als Vertriebspartner für bestimmte Produkte agieren. Beim Fremdvertrieb fließen regelmässig Vergütungen des Produzenten an die Produktevertreiber:

### Vertiefung 2: Vertriebsvergütungen beim Fremdvertrieb

Wer einer Bank Vermögenswerte (also Neugelder) zuführt, erhält dafür zum Teil eine **Beibringungskommission** (commission d'apport; finder's fee), die einmalig oder – als **Bestandespflegekommission** (commission d'état; holding fee) – wiederkehrend entrichtet wird.

Banken und Effektenhändler, die mit der Platzierung von Aktien oder Obligationen kommissionsweise beauftragt werden, erhalten eine **Guichetkommission** (commission de guichet; selling commission) dafür, dass sie ihre „Schalter“ für die Entgegennahme von Zeichnungen zur Verfügung stellen. Bei einer Festübernahme wird eine **Übernahmekommission** (commission de placement; underwriting fee) entrichtet.

(Fonds-)Vertriebsträger erhalten i.d.R. die gemäss Fondsvertrag vom Anleger einmalig zu zahlende **Ausgabekommission** (commission d'émission; issue fee). Zusätzlich erfolgt zu Gunsten der Fondsleitung eine wiederkehrende, meist jährliche Belastung des Fondsvermögens mit einer **Verwaltungskommission** (commission de gestion; management fee) für Leitung, Verwaltung („Asset Management“) und Vertrieb. Jener Teil der Verwaltungskommission, der im Fondsbereich als Vergütung zu den Vertriebspartnern fliesst, wird gemeinhin als **Bestandespflegekommission** (commission d'état; trailer fee) bezeichnet. Für Zahlungen aus dem Bestandteil Vertrieb an bestimmte institutionelle Anleger, die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise Fondsanteile für Dritte halten (insb. Lebensversicherer und Pensionskassen), ist der Begriff **Rückvergütungen** (rétrocessions; reimbursements) geläufig.<sup>21</sup>

Wie bei Aktien und Obligationen wird bei der kommissionsweisen Platzierung von Strukturierten Produkten eine **Platzierungskommission** (commission de placement; placement commission) fällig oder im Fall einer Festübernahme eine **Übernahmekommission** (commission de placement; underwriting fee). Zusätzlich wird der Vertriebsträger vom Emittenten für seine Vertriebs- und weiteren Leistungen honoriert. Die konkrete Ausgestaltung der Vergütungsstrukturen variiert jedoch von Produkt zu Produkt.

Bei der Versicherungsvermittlung im Auftrag und im Interesse von Versicherern fliesst bei einem vermittelten Abschluss eine **Abschlussprovision** (commission d'acquisition; acquisition commission). Diese fällt einmalig aus und kann während der Laufzeit der Versicherung durch eine **Bestandes- oder Betreuungskommission** (commission de gestion; management fee) ergänzt werden.

Aus Sicht der Kunden erfolgt die **Anlage von Vermögenswerten** im Idealfall in folgenden Schritten: Zuerst verschafft sich der Anleger ein Bild vom Finanzmarkt und den erwarteten Entwicklungen sowie der angebotenen Finanzprodukte („Research“). Danach trifft er unter Berücksichtigung seiner Situation, seiner Bedürfnisse und Präferenzen die Anlageentscheid. Dieser wird ausgeführt und kommt bspw. durch Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten zustande. Im Fall von Anlageprodukten werden die gekauften Titel bis zum Verkauf bei einer Depotstelle verwahrt.

In der Regel erschliesst sich ein Kunde das Universum der Finanzprodukte nicht selbst. Zum einen hat er selten den notwendigen Zugang zur Finanzmarktinfrastruktur, zum anderen fehlt gerade vielen Privat- aber auch kleineren und mittleren Unternehmenskunden das Wissen um die Existenz und den richtigen Einsatz der Produkte. Privat- wie Geschäftskunden sind daher oft gezwungen, die Dienste von Intermediären in Anspruch zu nehmen. Diese erbringen je nach vereinbartem Modell folgende Leistungen, welche vereinzelt alle auch internetbasiert angeboten werden:

**Tabelle 2: Modelle der Vermögensanlage**

<b>Modell</b>	<b>Dienstleistung</b>
Execution Only	Der Kunde erschliesst sich über einen Intermediär (üblicherweise eine Bank oder einen Effektenhändler) den <b>Zugang zu Finanzmarktinfrastruktur und Finanzprodukten</b> . Welche Transaktionen der Kunde anschliessend ausführt, entscheidet er jeweils allein, ohne dabei Empfehlungen oder Beratungsdienstleistungen in Anspruch zu nehmen. Sofern ein Intermediär dabei ein „Menü“ möglicher Produkte zusammenstellt, erfolgt die Auswahl neutral

	und abstrakt. Insbesondere berücksichtigt sie nicht die konkreten Bedürfnisse eines Kunden.
Beratung	In dieser Rechtsbeziehung wird der Kunde, im Gegensatz zum „Execution Only“-Modell, bei seinen Entscheiden <b>beraten</b> resp. es werden ihm <b>Empfehlungen</b> abgegeben. Inhalt und Umfang der Beratung variieren sehr stark (was sowohl auf Seiten des Anbieters als auch des Kunden zu falschen Erwartungen führen kann). Die Beratung kann unabhängig von konkreten Produkten erfolgen (z.B. Aufstellung zukünftiger finanzieller Verpflichtungen), aber auch konkrete Anlageentscheide betreffen (z.B. Empfehlung des Kaufs eines bestimmten Titels oder einer bestimmten Versicherung). Auch hier trifft der Kunde am Ende seine Entscheide selbst.
Vermögensverwaltung	Im Gegensatz zum Beratungsmodell gibt der Kunde im Rahmen eines Mandats einem Vermögensverwalter die <b>Vollmacht</b> , im Rahmen einer vereinbarten Strategie diskretionär und selbständig Anlagen auszuwählen und die entsprechenden Kaufs- oder Verkaufsaufträge zu geben und die Abschlüsse zu tätigen. Dem Kunden verbleibt aber auch bei diesem Modell der <b>Delegation</b> eine Eigenverantwortung. So ist er namentlich für die Auswahl des Vermögensverwalters verantwortlich und muss bei der Erstellung des relevanten Risikoprofils mithelfen.

Wer sich als Kunde nicht in eine schlichte Produktverkaufssituation (inkl. Verkaufsberatung) begibt, sondern mittels Auftrag eine Einkaufsberatung vereinbart oder sogar die Verwaltung von Vermögenswerten delegiert, sollte darauf zählen können, dass neben hauseigenen Produkten auch Produkte Dritter in Betracht gezogen werden. Eine solche „offene Architektur“ hat zwei Vorteile: Zum einen ist sie attraktiver für die Kunden. Ihnen werden optimale Produkte, unabhängig ihrer Herkunft, zur Verfügung gestellt. Zum anderen werden interne Anbieter verstärkt dem Konkurrenzdruck des Marktes ausgesetzt und erhalten so einen Ansporn, ihre Dienstleistungsqualität (noch mehr) zu steigern. Derartige Beratungs- und Vermögensverwaltungsaufträge sind zivilrechtlich i.d.R. vom Kunden als Auftraggeber zu vergüten.<sup>22</sup> Zusätzlich oder an Stelle eines kundenseitigen Honorars lassen sich Finanzdienstleister teilweise auch von Produzenten entschädigen, da sie ihnen Aufwand abnehmen, der sonst produzenten- und vertriebsseitig geleistet werden müsste. Dies gilt etwa für externe Vermögensverwalter, denen Banken und Effektenhändler einen Anteil einzelner Erträge als „Retrozessionen“ weiterleiten, z.B. aus Depotkommissionen, Wertschriftentransaktionen oder Hypothekarzinsen. Bei der kundenseitigen Versicherungsvermittlung hat es sich historisch gesehen weitgehend eingebürgert, dass die Entschädigung des Versicherungsvermittlers einen Teil der Versicherungsprämie bildet, so dass der Kunde mit der Prämie gleichzeitig den Vermittler zahlt und der Versicherer dem Vermittler den entsprechenden prozentualen Anteil zukommen lässt (in der Versicherungspraxis als „Courtage“ bezeichnet).

## 5 Rechtlicher Rahmen

### 5.1 Produktion

Ausgehend von bestimmten Finanzprodukten und -dienstleistungen (vgl. Tabelle 1) werden verschiedene Hersteller in die Pflicht genommen und einer Bewilligungspflicht sowie der Aufsicht durch die

FINMA unterstellt (Näheres in Anhang 5). Zu den **Bewilligungsvoraussetzungen für Produzenten** zählen die Finanzmarktgesetze insbesondere eine für die beabsichtigte Geschäftstätigkeit angemessene Organisation, die Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit sowie ein Mindestkapital oder eine gleichwertige Sicherheit. Die Bewilligungspflicht wird meist ergänzt durch sog. prudentielle Vorschriften, d.h. **Aufsichtsregeln**, wie etwa Vorschriften zu Eigenmitteln, zur Risikoverteilung und zur Liquidität. Auch sehen die Gesetze eine **laufende Überwachung** der erfassten Produzenten vor, welche die Einhaltung der Bewilligungsvoraussetzungen und der prudentiellen Vorschriften zum Gegenstand hat.

Mit Blick auf die Finanzprodukte selbst kennt das schweizerische Aufsichtsrecht **kein auf sämtliche Finanzprodukte anwendbares Bewilligungs- oder Genehmigungsverfahren**. Es ist den einzelnen Erlassen zu entnehmen, welche allfälligen Schritte durch die Produzenten vor der Emission oder dem öffentlichen Vertrieb eines bestimmten Produkts getroffen werden müssen. Eine eigentliche Produktbewilligung sieht das schweizerische Recht lediglich für kollektive Kapitalanlagen vor.<sup>23</sup> Vorgängige Bewilligungspflichten statuiert zudem das Versicherungsaufsichtsrecht für die Tarife und Allgemeinen Versicherungsbedingungen bei der Versicherung von Risiken in der beruflichen Vorsorge und in der Zusatzversicherung zur sozialen Krankenversicherung.<sup>24</sup>

Ebenso ist die **Prospektpflicht nicht für sämtliche Finanzprodukte einheitlich geregelt**. Zivilrechtlich trifft eine Aktiengesellschaft bei öffentlichen Aktienplatzierungen eine Prospektpflicht samt Haftung, wobei jedoch im Prospekt kein Hinweis auf Risiken o.ä. verlangt ist.<sup>25</sup> Ähnlich gestaltet sich die zivilrechtliche Lage bei der Auflage von Anleiheobligationen.<sup>26</sup> Einer aufsichtsrechtlichen Prospektpflicht unterliegt der Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen,<sup>27</sup> Strukturierten Produkten<sup>28</sup> sowie „Notes“ ausländischer Schuldner mit einer Stückelung ab CHF 10'000.–.<sup>29</sup> Der Vertrieb von Versicherungen unterliegt keiner Prospektpflicht i.e.S.,<sup>30</sup> gemäss Versicherungsvertragsgesetz hat der Versicherer den Versicherungsnehmer jedoch „vor Abschluss des Versicherungsvertrages verständlich über die Identität des Versicherers und den wesentlichen Inhalt des Versicherungsvertrages [zu] informieren“.<sup>31</sup> Für Derivatkontrakte und Optionsscheine besteht gemäss geltendem Recht grundsätzlich keine Prospektpflicht.<sup>32</sup> Sparprodukte, Festgelder und Treuhandanlagen werden ebenfalls ohne Prospekte angeboten.

## 5.2 Vertrieb

Der Vertrieb von Eigenprodukten bedarf keiner spezifischen, aufsichtsrechtlichen Bewilligung oder Genehmigung, sondern ist – falls überhaupt eine Institutsbewilligung vorliegen muss – vom Umfang der Institutsbewilligung mit umfasst. Beim Vertrieb von Fremdprodukten bedürfen die entsprechenden Vertrieber je nach Art der von ihnen vertriebenen Produkte und der Adressaten des Vertriebs einer eigenständigen Institutsbewilligung oder sind anderen Vorgaben unterworfen.

Das Aufsichtsrecht sieht im Börsen- wie auch im Kollektivanlagengesetz explizit **Verhaltensregeln** für Vertrieber von Finanzprodukten vor. Diese regeln nicht Solvenz-, Liquiditäts- und verwandte Fragestellungen der prudentiellen Beaufsichtigung, sondern den geschäftlichen Umgang mit Kunden.<sup>33</sup> Dabei handelt es sich vor allem um Treue-, Informations- und Sorgfaltspflichten. Treuepflichten sind insbesondere auf das Vermeiden einer Benachteiligung durch Interessenkonflikte ausgerichtet. Informations- und Aufklärungspflichten bestehen ebenfalls mit Blick auf Interessenkonflikte, aber auch hin-

sichtlich Risiken und Rechenschaft. Sorgfaltspflichten zielen etwa auf eine sorgfältige Auswahl von Anlagen sowie die bestmögliche Erfüllung von Aufträgen ab. Darüber hinaus existieren auch spezifische Marktverhaltensregeln.<sup>34</sup>

Zudem kennt das Aufsichtsrecht einzelne **Vertriebsregeln**. So haben gemäss Kollektivanlagengesetz Produzenten beim Direktvertrieb sämtliche Vorkehrungen zu treffen, die notwendig sind, um eine seriöse Akquisition und objektive Beratung der Kunden zu gewährleisten. Dabei sind die individuellen Bedürfnisse der Kunden – insb. Risikobereitschaft und -fähigkeit – zu beachten und es sind die Kunden objektiv über den Anlagecharakter, die Chancen und Risiken sowie die Kosten einer angebotenen Kollektivanlage zu informieren. Auch ist in Verkaufsunterlagen in leserfreundlicher Form und Sprache zur Anlageeignung Stellung zu nehmen wie auch eine Salär- und Vergütungspolitik zu befolgen, die Interessenkonflikte zwischen Mitarbeitenden und Kunden ausschliesst.<sup>35</sup>

### 5.3 Vermögensverwaltung, Anlageberatung und Abwicklung

Nebst den allgemeinen zivilrechtlichen Vorgaben des Auftragsrechts müssen prudenziell Beaufsichtigte, welche (auch) in der individuellen **Vermögensverwaltung** aktiv sind, die jeweiligen Bewilligungsvoraussetzungen wie auch die von der FINMA anerkannten „Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge“<sup>36</sup> der SBVg oder eine andere vergleichbare Selbstregulierung einhalten.<sup>37</sup> Zudem gelten für sie je nach Geschäftsfeld weitere Verhaltensregeln. Nicht prudenziell beaufsichtigte, sogenannte externe Vermögensverwalter benötigen eine Bewilligung gemäss GwG oder müssen sich einer anerkannten geldwäschereirechtlichen Selbstregulierungsorganisation anschliessen. Wollen externe Vermögensverwalter für nicht qualifizierte Anleger Anteile an Kollektivanlagen erwerben, gilt weiter Art. 6 Abs. 2 KKV, wonach sie den von der FINMA anerkannten Verhaltensregeln einer Branchenorganisation unterstehen und ihre Vermögensverwaltungsverträge im Einklang mit diesen Verhaltensregeln ausgestalten müssen. Die **reine Beratungs- und Vermittlungstätigkeit** in finanziellen und Versicherungsbelangen untersteht nicht der Geldwäschereigesetzgebung. Die Kollektivanlagengesetzgebung gebietet es kundenseitig mandatierten Beratern und Vermittlern, sich jeglicher öffentlicher Werbung zu enthalten und bei ihrer Dienstleistung nicht gleichzeitig wie producentenseitig mandatierte Vertriebs-träger aufzutreten.<sup>38</sup> Ungebundene Versicherungsvermittler müssen sich in das Vermittler-Register<sup>39</sup> eintragen lassen und hierzu die entsprechenden Voraussetzungen erfüllen.<sup>40</sup>

Einer **Bewilligungspflicht** als Effektenhändler und der prudenziellen Beaufsichtigung wie die Produzenten unterliegt, wer als Kundenhändler zwar in eigenem Namen, aber auf Rechnung von Kunden Effektenhandelsgeschäfte abwickelt und dazu Kundenkonti führt oder die betreffenden Effekten aufbewahrt. Das Börsengesetz sieht zudem **Verhaltensregeln** vor, die in den von der FINMA anerkannten „Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes“<sup>41</sup> der SBVg konkretisiert sind. Kundenseitig mit der Abwicklung von Transaktionsaufträgen betraute Effektenhändler trifft eine Informations-, Sorgfalts- und Treuepflicht. Die Erforschung der finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse des Kunden sowie die Beurteilung, ob eine von einem bestimmten Kunden beabsichtigte Transaktion für ihn geeignet ist („Suitability“-Prüfung), wird jedoch nicht verlangt.<sup>42</sup>

## 6 Problemfelder

### 6.1 Informationsgefälle und Kräfteungleichgewicht

Der Absatz und vor allem der aktive Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden sind regelmässig durch ein erhebliches Informationsgefälle sowie ein Kräfteungleichgewicht zwischen den Produzenten, Vertreibern und anderen Finanzdienstleistern einerseits sowie den Privatkunden andererseits geprägt. Dies zeigt sich in mehrfacher Hinsicht:

(a) Informationsasymmetrie: Privatkunden verfügen oft nur über geringe Kenntnisse und Erfahrung in Finanzanlagen sowie einen schlechten Zugang zu notwendigen Informationen. Information ist aber elementar im Anlagegeschäft. Von Bedeutung ist zunächst das Wissen um die Funktionsweise der verschiedenen Arten von Finanzprodukten und der mit ihnen verbundenen Risiken und Kosten sowie über die Mechanismen der Märkte. Ebenso wichtig ist für die Kunden aber auch das klare Bewusstsein über ihre eigenen aktuellen und künftigen Vermögens- und Verdienstverhältnisse, ihre aktuellen und künftigen wirtschaftlichen Bedürfnisse sowie, abhängig von diesen Elementen, ihre Risikofähigkeit und subjektive Risikobereitschaft. Weiter benötigen Kunden Informationen über diejenige Person und/oder Organisation, die ihnen eine Anlage vermittelt, insbesondere über deren Rolle, Interessenlage und rechtliche Pflichten.<sup>43</sup> Einerseits fehlt den Privatkunden die Erfahrung, um die eigenen finanziellen Bedürfnisse und Möglichkeiten aus einer langfristig angelegten Perspektive verlässlich beurteilen zu können. Andererseits mangelt es ihnen an Zeit, Motivation und den erforderlichen Mitteln, um sich mit den Themen vertraut zu machen.<sup>44</sup> Professionelle Finanzdienstleister, insbesondere Produktanbieter und -vertreiber, als Gegenüber der Privatkunden verfügen dagegen über die erforderlichen Spezialkenntnisse, um die Chancen und Risiken eines Geschäfts adäquat abwägen zu können. Zusätzlich sind Produktehersteller oder mit ihnen verbundene Personen generell besser mit der Konzeption eines bestimmten Produkts vertraut als potentielle Kunden. Beim Absatz von Finanzprodukten besteht somit regelmässig eine erhebliche Informationsasymmetrie. Zwar werden Produktehersteller und -vertreiber durch gesetzliche Vorschriften zu einem partiellen Ausgleich dieses Ungleichgewichts angehalten. Eine effektive Kundeninformation ist jedoch mit Aufwand verbunden und kann sich u.U. nachteilig auf das Nachfrageverhalten der Kunden und damit auf die wirtschaftlichen Interessen der Hersteller und Vertreiber auswirken.

(b) Zunehmende Komplexität der Finanzprodukte und Ertragsdruck: Seit einigen Jahren hat die Entwicklung komplexer und teilweise auch höhermargiger Produkte auf den Finanzmärkten stark zugenommen. Der Ertragsdruck der Anbieter hinsichtlich eines hohen „Return on Assets“ führt zu einem zunehmenden Verkaufsdruck und mithin zu Interessenkonflikten, was die Bedürfnisse der Kunden anbelangt. In einigen Fällen wurden die Produkte zudem nicht nur von den Kunden, sondern auch von den Vertreibern selbst nicht mehr ausreichend verstanden.<sup>45</sup> Dies gilt gerade, aber längst nicht nur für Organisationen, in denen unerfahrene Mitarbeitende mit wenig praktischem Hintergrund ihre Beratungskarriere im Privatkundengeschäft beginnen sollen. Die einseitige Betonung der Renditemöglichkeiten und die zurückhaltende Darstellung der Kosten und Risiken haben dafür gesorgt, dass Produkte Eingang in Depots von Privatkunden gefunden haben, selbst wenn sie für die Verwirklichung ihrer Anlageziele und bei einer angemessenen Beachtung ihrer Risikofähigkeit nicht oder nur eingeschränkt geeignet waren.<sup>46</sup>



(c) Überforderung: Anleger benötigen für einen sorgfältigen Anlageentscheid wie erwähnt Zugang zu den relevanten Informationen. Ebenso wichtig oder noch wichtiger ist aber, dass sie die Informationen auch verstehen und bewerten können. Je geringer der Kenntnisstand eines Kunden zu den betreffenden Produkten ist, umso grösser ist sein Aufwand, um die erhaltenen Informationen einzuordnen und richtig zu deuten. In einer Beratungssituation kommen meist standardisierte Informationen in Form von Broschüren oder Faktenblättern zum Einsatz. Bei der Lektüre dieser Unterlagen wird der Kunde regelmässig mit Fachbegriffen konfrontiert. Zudem trifft er seine Anlageentscheidungen oft unter Zeitdruck und ist bisweilen nicht in der Lage, vorgängig gelesene allgemeine Informationen mit einem konkreten Produkt und dessen Eigenschaften zu verbinden.<sup>47</sup> Viele Privatkunden fühlen sich deshalb überfordert.

(d) Gutgläubigkeit: Die geschilderte Überforderung bei der Aufnahme und Verarbeitung von Informationen zwingt die Kunden dazu, bei ihrem Anlageentscheid wesentlich auf die Empfehlung eines Dritten zu vertrauen. Ein solches Vertrauen ist jedoch nur gerechtfertigt, wenn der Dritte die Beratungsdienstleistung effektiv im Interesse des Kunden erbringt und sich dabei auf ausreichende Kenntnisse und Fähigkeiten stützt. Infolge des Nichtaufdeckens von Wissenslücken durch den Kunden selbst kann es zudem vorkommen, dass der beratende Dritte nicht erkennt, ob ein Kunde seinen Ausführungen folgen kann und die Entscheide gestützt auf eigenes Ermessen zu treffen oder wenigstens zu beurteilen vermag. Die unterschiedlichen Erwartungshaltungen resultieren nicht selten in einer unkritischen und nicht genügend reflektierten Übernahme von Empfehlungen Dritter durch nicht ausreichend informierte Privatkunden.

(e) Kurzfristiges Denken – was die Hausse verdeckt und verzeiht, ...: Der nachhaltige, über mehrere Monate oder gar Jahre anhaltende Anstieg von Börsenwerten (Hausse) zieht mit zunehmender Dauer immer mehr auch das Interesse von Personen auf sich, die über wenig bis keine Anlageerfahrung und -kenntnisse verfügen, sei es, dass sie sich aktiv selbst für Investitionen entscheiden, sei es, dass sie passiv für entsprechende Angebote der Branche empfänglicher werden. Es kommt u.a. auch dadurch zu einer Verstärkung des Markttrends und zu einer Zunahme des Massengeschäfts. Solange die Marktentwicklung positiv verläuft, sind Investitionen, die ohne das nötige Know-how und unter Missachtung einer ausreichenden Diversifikation erfolgen, für alle Beteiligten unproblematisch. Dieser Optimismus während Hausse-Phasen wird sowohl durch Kunden wie Anbieter getragen. Auch erfahrene Finanzmarktteilnehmer haben wiederholt Lehren aus der Geschichte mit Hinweis auf das Vorliegen von angeblich fundamental neuen Umständen zu Unrecht für ungültig erklärt. Im Fokus der Beteiligten stehen die Gewinnaussichten, und signifikante Verlustgefahren werden verdrängt.<sup>48</sup>

(f) Unzureichende Risikofähigkeit – ... decken Crash und Baisse erbarmungslos auf: Dreht der Markt und entwickelt er sich nachhaltig negativ (Baisse), vielleicht sogar mit einem extremen Kurseinbruch (Börsencrash), so offenbart sich oft, dass die erlittenen Verluste für viele Betroffene das tragbare Mass übersteigen. Für Privatkunden, die ihr Vermögen nicht in Übereinstimmung mit ihrer Risikofähigkeit angelegt haben, können negative Marktentwicklungen ohne weiteres ein existentielles Ausmass erreichen und beispielsweise einen Grossteil ihrer Vorsorge vernichten.

### Beispiel 1: Informationsgefälle und Kräfteungleichgewicht beim Absatz von Finanzprodukten

Zurzeit dominiert nach wie vor das Modell des aktiven Vertriebs von Finanzprodukten seitens der Produzenten und Vertriebspartner („pushing“). Nur marginal werden die Produkte auf Initiative von Kunden nachgefragt („pulling“).<sup>49</sup> Dies belegen Befragungen von Kunden. Diese zeigen weiter, dass das Wissen der Befragten in Finanzangelegenheiten niedrig ist. Gemäss einer Studie aus dem Jahr 2009 waren betreffend Anlagefonds knapp die Hälfte als „Anfänger“ und ein Fünftel sogar als „Unwissende“ einzustufen. Der Wert der „Profis“ belief sich nur gerade auf 5%. Umso schlimmer war die Tatsache, dass mehr als die Hälfte der Befragten ihr Wissen selbst hingegen als gut oder sehr gut einstufen. 50% der Befragten überschätzten demnach ihre eigenen Fähigkeiten massiv.<sup>50</sup> Mit Blick auf Strukturierte Produkte zeigte eine Umfrage im selben Jahr ähnlich tiefe Wissenswerte. Jedoch stufen zwei Drittel ihre Kenntnisse folgerichtig als „durchschnittlich“ oder „wenig“ ein. Ein Drittel ging im übrigen davon aus, Strukturierte Produkte seien nur für professionelle Anleger geeignet.<sup>51</sup> Zusätzlich zum mangelnden Fachwissen und der oft fehlenden Erfahrung tritt die Schwierigkeit, dass die meisten Privatkunden nicht die Zeit aufbringen möchten, um sich selbst in vertiefter Weise mit der Vermögensanlage auseinanderzusetzen.<sup>52</sup> Beispielsweise zeigte eine Umfrage in Deutschland, dass 65% der Befragten zugaben, in finanziellen Belangen eher „Anfänger“ als „Experten“ zu sein. Dennoch wollten 69% der Befragten klarerweise keine zusätzlichen Informationen zu diesem Thema in Anspruch nehmen. Dies sei ihnen zu langweilig und sie hätten dazu keine Lust.<sup>53</sup> Dennoch schenken viele Finanzdienstleister diesen Gegebenheiten zu wenig Beachtung. So erreichten bei einer Unternehmensbefragung in mehreren Dutzend Ländern im Jahr 2010 die Retail-Verkaufspraktiken und Interessenkonflikte unter den als relevant eingestuften Risiken im Bankenbereich gerade einmal die Plätze 22 und 23 von 30.<sup>54</sup> In einer analogen Befragung im Versicherungsbereich im Jahr 2009 resultierte für die Retail-Verkaufspraktiken Platz 25 von 35.<sup>55</sup>

## 6.2 Ungenügende Produkteregeln

Die **Bewilligungs- und Prospektspflichten** für Finanzprodukte werden durch das geltende Recht nicht einheitlich geregelt. Wie in Anhang 5 erörtert, unterstehen verschiedene Produkttypen unterschiedlichen Regulierungen. Abgrenzungen zwischen den verschiedenen Produktkategorien sind insbesondere bei komplexen Finanzprodukten nicht immer einfach. Infolge einer kontinuierlichen Annäherung der verschiedenen Kategorien wird der Entscheid, welchen regulatorischen Vorschriften ein bestimmtes Produkt unterstehen soll, daher nicht selten durch den Produzenten selbst mittels einer Etikettierung des Produkts getroffen. Gegen eine solche Produkteetikettierung ist im Grundsatz nichts einzuwenden. Eine unterschiedliche Regulierung substituierbarer Finanzprodukte vermag vor diesem Hintergrund jedoch nur dann zu überzeugen, wenn die Divergenzen gestützt auf die mit der Regulierung angestrebten Zielsetzungen begründet werden können und den betroffenen Kunden in der Folge verständlich offen gelegt werden. Dabei ist insbesondere zu prüfen, ob mit divergierenden Regulierungen in den Schutzzweck bestehender Normen eingegriffen wird.

Besonders auffällig ist die erwähnte Annäherung verschiedener Produkttypen im Bereich von Strukturierten Produkten und kollektiven Kapitalanlagen. Der Entscheid des Gesetzgebers des KAG, auch aktiv verwaltete Strukturierte Produkte zuzulassen, hat zu einer stetigen Annäherung der beiden Produktkategorien geführt. Die Bemühungen der Emittenten Strukturierter Produkte, eine dem kollektiv-

anlagenrechtlichen Sondervermögen vergleichbare Form auch für Strukturierte Produkte einzuführen, erschweren eine klare Abgrenzung der beiden Produkttypen gestützt auf materielle Kriterien zusätzlich. Für Privatkunden ist eine solche Vermischung verschiedener Produkttypen so lange unproblematisch, als ihnen die Unterschiede in der regulatorischen Behandlung dieser Produkte klar aufgezeigt werden und ihnen für wirtschaftlich vergleichbare Investitionen vergleichbare Informationen zur Verfügung stehen. Während Art. 5 Abs. 2 Bst. c KAG Emittenten Strukturierter Produkte eine sogenannte Etikettierungspflicht auferlegt, hat der Gesetzgeber grösstenteils bisher darauf verzichtet, Emittenten Strukturierter Produkte zur Veröffentlichung detaillierter Angaben zum Produkt sowie zu ihrer Person zu verpflichten. Weiter werden die Emittenten Strukturierter Produkte keinerlei fortgesetzten Informationspflichten unterstellt. Angesichts der Komplexität der heutigen Produkte erscheint dieses Informationsgefälle zwischen Strukturierten Produkten und kollektiven Kapitalanlagen nicht gerechtfertigt. Die fehlenden Informationen erschweren schliesslich auch die Vergleichbarkeit von grundsätzlich substituierbaren Produkten.

### Vertiefung 3: Regulierung von Strukturierten Produkten

Der Absatz von strukturierten Produkten wird unter geltendem Recht unter Art. 5 KAG geregelt. Die Bestimmung hält insbesondere fest, dass strukturierte Produkte in oder von der Schweiz aus nur öffentlich angeboten werden dürfen, wenn für sie ein vereinfachter Prospekt vorliegt. Anders als für kollektive Kapitalanlagen besteht für strukturierte Produkte keine Produktebewilligungspflicht.

Die permanente Weiterentwicklung von strukturierten Produkten hat dazu geführt, dass sich ein Teil dieser Produkte – insbesondere besicherte Produkte und Produkte, die durch ein sogenanntes Special Purpose Vehicle ausgegeben werden<sup>56</sup> – unter einer wirtschaftlichen Perspektive zunehmend den kollektiven Kapitalanlagen angenähert hat. Diese Konvergenz wurde durch den Gesetzgeber bewusst in Kauf genommen.<sup>57</sup> Die Qualifikation eines konkreten Produkts als strukturiertes Produkt oder als kollektive Kapitalanlage kann gestützt auf eine wirtschaftliche Betrachtungsweise bisweilen kaum noch befriedigend vorgenommen werden. Infolge der beschriebenen Annäherung der beiden erwähnten Produkttypen fällt die FINMA den Grundsatzentscheid, dass die Qualifikation eines Produkts als strukturiertes Produkt oder als kollektive Kapitalanlage anhand der formell-rechtlichen Erfüllung der Begriffsmerkmale von kollektiven Kapitalanlagen gemäss Art. 7 KAG erfolgt.<sup>58</sup> Der Entscheid des Emittenten oder der Fondsleitung über die rechtliche Ausgestaltung des Produkts als strukturiertes Produkt oder als kollektive Kapitalanlage hat vor der Produktelancierung zu erfolgen und ist den Anlegern zu kommunizieren (Etikettierung). Insbesondere haben vereinfachte Prospekte gemäss Art. 5 KAG sowie weitere Produkteunterlagen deutlich darauf hinzuweisen, dass es sich beim Produkt nicht um eine kollektive Kapitalanlage handelt.<sup>59</sup>

Die Informationen, die Privatkunden vor dem Kauf eines Strukturierten Produkts erhalten, sind deutlich geringer als jene, die ihnen beim Erwerb von Anteilen kollektiver Kapitalanlagen zugänglich sind. So verfügen die Anleger unter geltendem Recht nicht in jedem Fall über ausreichende Informationen betreffend die Eigenschaften und Risiken des Produkts sowie den Produkteemittenten. Insbesondere für Produkte mit aktiver Verwaltung besteht zudem keine ausreichende Folgepublizität. Diese lückenhafte Information entspricht nicht internationalen Standards, insbesondere auch nicht den Vorgaben der europäischen Prospektrichtlinie.<sup>60</sup>

Neben dem notwendigen Ausmass der Produkteinformation müssen Produkteregeln zusätzlich gewährleisten, dass die Kunden **rechtzeitig** und **in übersichtlicher Weise** über ein bestimmtes Produkt sowie dessen Risiken informiert werden. Gerade der Zeitpunkt der Veröffentlichung verbindlicher Informationen ist in den geltenden Bestimmungen nicht immer befriedigend geregelt. Insbesondere müssen vereinfachte Prospekte für Strukturierte Produkte gemäss Art. 5 KAG grundsätzlich erst im Zeitpunkt der Produktemission vorliegen. Da potentielle Anleger jedoch gerade vor der eigentlichen Zeichnung an aussagekräftigen Produkteinformationen interessiert sind, erfolgt für sie die Veröffentlichung des Prospekts im Emissionszeitpunkt regelmässig zu spät. Die FINMA hat das Problem in ihren FAQs zu Strukturierten Produkten reduziert, indem sie verlangt, dass „die vor der Emission zur Zeichnung angebotenen indikativen Termsheets oder anderen Unterlagen angemessene Informationen zu den wesentlichen Merkmalen des Strukturierten Produkts (Eckdaten), dessen Gewinn- und Verlustaussichten, sowie den bedeutenden Risiken für die Anlegerinnen und Anleger [...] enthalten“. Die Verständlichkeit dieser Dokumente wird für Privatkunden aber nicht selten dadurch erschwert, dass sie in englischer Sprache abgefasst sind oder ihre Terminologie für nicht professionelle Kunden nicht verständlich ist. Schliesslich tendieren Produzenten dazu, für sie nachteilige Informationen in den Prospekten an weniger prominenter Stelle aufzuführen. Werden die Anleger nicht ausdrücklich durch die Produktevertreiber auf diese Umstände hingewiesen, so erkennen sie die Bedeutung entsprechender Hinweise im Prospekt nicht.

#### **Beispiel 2: Vertrieb von Lehman-Produkten an Retailkunden**

Auf dem schweizerischen Finanzmarkt werden kapitalgeschützte Strukturierte Produkte auch an Privatkunden vertrieben. Dabei kam es in den letzten Jahren wiederholt zu Missverständnissen über die Gegenpartei der Kunden wie auch über die mit den Produkten verbundenen Risiken. Besonders deutlich wurden diese Probleme nach der Konkursöffnung über die amerikanische Investment Bank Lehman Brothers Holdings Inc. im September 2008. Infolge der Konkursöffnung erlitten die Käufer von durch die Lehman-Gruppe emittierten kapitalgeschützten Strukturierten Produkten erhebliche Verluste. Da der Kapitalschutz dieser Produkte nur solange greift, als die Bonität der Produkteemittenten gewährleistet ist, mussten sich die Käufer dieser grundsätzlich als sicher geltenden Produkte mit einem Verlust ihres investierten Kapitals abfinden. Zwar ergab eine Untersuchung der FINMA, dass es bei den Schweizer Banken, welche Lehman-Produkte an schweizerische Privatkunden vertrieben hatten, nicht zu systematischen Fehlleistungen gekommen war und keine grundlegenden Missstände bei den Beaufsichtigten bestanden hatten. Dennoch zeigte die Untersuchung das oft nur ungenügende Bewusstsein der Anleger auf, dass sie mit ihrer Anlage auch das Risiko eines Totalverlusts eingingen und dabei nicht nur ein Markt-, sondern auch ein Gegenparteirisiko auf sich nahmen. Aufgrund der Verwendung sogenannter „White Label Fact Sheets“ ging ein Teil der Kundschaft zudem davon aus, dass nicht der Produkteemittent, sondern der Vertriebsträger ihre Gegenpartei sei und das Kreditrisiko somit gegenüber dem vertreibenden Institut bestehe.<sup>61</sup>

Schliesslich ist zu berücksichtigen, dass am Point of Sale Produkt-Dokumentationen Verwendung finden, die nicht stets mit den gesetzlich vorgesehenen Prospekten übereinstimmen. Der Einsatz solcher Dokumentationen ist legitim und sogar geboten, wenn einem Kunden auf diese Weise ein Finanzprodukt besser verständlich gemacht werden kann. Allerdings muss auch bei der Verwendung zusätzlicher Unterlagen gewährleistet sein, dass interessierte Kunden über die wesentlichen Produktcharakteristika und die mit dem Geschäft verbundenen Risiken sowie Gewinn- und Verlustaussich-

ten aufgeklärt werden. Ebenfalls muss für Privatkunden klar ersichtlich sein, wer bei einem Produktkauf die eigentliche Gegenpartei des Geschäfts ist. Unter geltendem Recht wird diesen Erfordernissen nicht ausreichend Rechnung getragen. Die Einführung oder Ausdehnung von Prospektpflichten für Produzenten ist jedoch nur dann wirksam, wenn die Produktevertreiber am Point of Sale zu einer sachgerechten und ausgewogenen Weitergabe dieser Informationen verpflichtet werden.

### Beispiel 3: Verwendung von Factsheets für die Beratung

Ein Kunde erwarb im Jahr 2004 nach Beratung durch eine Bank ein kapitalgeschütztes Strukturiertes Produkt mit fünfjähriger Laufzeit. Der Rückzahlungswert des Produkts hing dabei nicht nur von der Bonität des Emittenten, sondern ebenfalls von weiteren Faktoren ab. Das anlässlich der Beratung eingesetzte Factsheet erörterte diese zusätzlichen Faktoren jedoch nicht. Der Kunde war sich somit bei seinem Entscheid nicht bewusst, dass der Kapitalschutz des Produkts nicht nur bei einem Ausfall des Emittenten, sondern auch bei Eintreten weiterer Ereignisse nicht gewährleistet war.<sup>62</sup>

## 6.3 Ungenügende Verhaltensregeln beim Absatz von Finanzprodukten

Entscheidenden Einfluss auf den Erwerb eines Produkts durch einen Kunden haben die Produktevertreiber am Point of Sale. Durch sie werden Privatkunden auf die Existenz verschiedener Produkte hingewiesen und u.U. sogar bei konkreten Entscheidungen unterstützt. Die Rechte und Pflichten der Anbieter am Point of Sale bestimmen sich einerseits nach bestehenden aufsichtsrechtlichen Vorschriften und andererseits gestützt auf die obligationenrechtlichen Vorschriften zum Auftrags- und Kaufrecht. Privatkunden ist anlässlich einer Beratung durch Finanzdienstleister am Point of Sale oft nicht bewusst, welchen gesetzlichen Vorschriften der Dienstleister untersteht. Zudem erscheinen die obligationenrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten in einzelnen Konstellationen als ungenügend, um den spezifischen Bedürfnissen von Kunden beim Erwerb von Finanzprodukten und der Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen gerecht zu werden. Unter geltendem Recht zeigen sich insbesondere die folgenden Problemfelder:

### a) Ungenügende Erkundigungs- und Informationspflichten bei der Kundenberatung

Das geltende Recht statuiert nur vereinzelt Erkundigungs- und Informationspflichten für Produktevertreiber am Point of Sale. Besteht zwischen dem Kunden und dem Vertreter ein auftragsrechtliches Verhältnis, so muss der Vertreter die obligationenrechtlichen Pflichten berücksichtigen. Zudem enthält das Aufsichtsrecht für prudentiell Beaufsichtigte sowie einzelne externe Vermögensverwalter Vorgaben zur Vermögensverwaltung.<sup>63</sup> Bei der Anlageberatung und -vermittlung sind zusätzliche aufsichtsrechtliche Vorgaben nur im Revisionsentwurf zur Totalrevision des Versicherungsvertragsrechts vorgesehen. Effektenhändler haben schliesslich die Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten aus Art. 11 BEHG zu befolgen. Privatkunden können sich somit nicht für alle Produkte und bei sämtlichen Finanzdienstleistern darauf verlassen, dass überhaupt eine Beratung stattfindet oder eine Beratung unter Berücksichtigung ihrer persönlichen Anlageziele, Kenntnisse und finanziellen Verhältnisse vorgenommen wird und sie ausreichend über die Risiken eines konkreten Geschäfts informiert werden.



**Beispiel 4: 75% des Vermögens in einem einzigen Produkt – fehlende Diversifikation nach mangelhafter Beratung**

Eine Kundin liess sich durch eine Bank über die Anlage ihrer Ersparnisse in der Höhe von CHF 130'000 beraten. Im Anschluss an die Beratung erwarb die Kundin ein kapitalgeschütztes Produkt der Lehman Brothers Holdings Inc. im Betrag von CHF 100'000. Der Kundin war nicht bewusst, dass das Produkt nicht durch die beratende Bank emittiert wurde. Die Bank stellte sich auf den Standpunkt, dass sie ihren Informationspflichten durch die Abgabe der Informationsbroschüre der Schweizerischen Bankiervereinigung über „Besondere Risiken im Effektenhandel“ ausreichend nachgekommen sei. Sie war zudem der Auffassung, dass im vorliegenden Fall keine weiteren Informations- und Aufklärungspflichten für das konkrete Produkt bestanden hätten – namentlich nicht mit Blick auf die Risikosteuerung.<sup>64</sup>

**Beispiel 5: Finanzplanung für die Pensionierung nur mit Aktien – und mit Krediten der Bank**

Eine Bank erstellte im Jahr 2000 basierend auf einem Beratungsvertrag von 1993 für einen ihrer Kunden unter dem Titel „Life Cycle Planning“ eine Finanzplanung, worin sie eine hundertprozentige Anlage in Aktien empfahl. Zusätzlich sollte der Kunde Bankkredite aufnehmen, um weitere Aktien zu erwerben. Das Bundesgericht schützte nach dem Börsensturz von 2001 die von der Vorinstanz bejahte Haftung der Bank aus verletzter Aufklärungspflicht. Der Kunde habe kurz vor der Pensionierung gestanden und es wäre daher angezeigt gewesen, ihn von einer spekulativen kreditfinanzierten Anlagestrategie abzumachen und eine konservative Anlagestrategie zu verfolgen. Anlass für die Finanzplanung sei die mehrfach geäusserte Absicht des Kunden gewesen, sich im Jahr 2001 aus dem Erwerbsleben zurückzuziehen.<sup>65</sup>

**b) Mangelnde Transparenz über die erbrachte Dienstleistung**

Zusätzlich zum Ungenügen der oben erwähnten Erkundigungs- und Informationspflichten unter geltendem Recht ist den Kunden bisweilen nicht bewusst, welche Dienstleistung ein Finanzdienstleister am Point of Sale effektiv für sie erbringt. Insbesondere gehen Kunden regelmässig vom Vorliegen eines eigentlichen Beratungsverhältnisses aus, selbst wenn der fragliche Berater in erster Linie den Verkauf seiner Produkte verfolgt und die Kunden nicht umfassend über die Anlage ihres Vermögens beraten will oder muss. Auch für die Anbieter von Finanzprodukten und -dienstleistungen sind Unklarheiten über die aus einer Dienstleistung resultierenden Rechte und Pflichten unbefriedigend. Beratungsverhältnisse können unter geltendem Recht auch konkludent und ohne schriftliche Vereinbarung zustande kommen. Besteht zwischen Kunde und Vertreter infolge häufiger Kontakte ein gesteigertes Vertrauensverhältnis, so untersteht der Vertreter erhöhten Aufklärungs- und Abmahnungspflichten oder unterliegt u.U. sogar vollumfänglich den auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten. Für Produktevertreiber ist gestützt auf diesen fließenden Übergang vom reinen Verkaufs- hin zum Beratungsgeschäft somit nicht immer ersichtlich, in welchem Umfang sie die Interessen ihrer Kunden zu berücksichtigen haben und inwieweit sie sich über die Kenntnisse und Vermögenslage der Kunden erkundigen müssen. Unklarheiten ergeben sich insbesondere bei der Durchführung von Geschäften, die zwar vom Kunden ausgehen, bei denen der Vertreter jedoch auf freiwilliger Basis und ohne ausdrückliche vertragliche Grundlage beratend tätig wird.

**Beispiel 6: Beratung oder Verkauf?**

Eine Kundin erwarb im April 2000 ausserbörslich Aktien einer Bank. Die Bank liess sich ihre eigenen Aktien im August 2005 durch die Kundin entgeltlich übertragen. Der Transaktion waren längere Vertragsverhandlungen vorausgegangen. Zwei Wochen später gab die Bank einen Zusammenschluss mit einem anderen Institut bekannt, worauf sich der Kurs der Bankaktien massiv erhöhte. Die Kundin klagte in der Folge und verlangte die entsprechende Kursdifferenz. Sie machte geltend, sie sei bei Vorenthalten wesentlicher Informationen zur Transaktion bewegt worden, d.h. die Bank hätte sie über den bevorstehenden Zusammenschluss gestützt auf das Auftragsrecht informieren müssen. Das zuständige Gericht verneinte die Anwendbarkeit des Auftragsrechts und stellte nur auf das Kaufrecht ab. Danach sind die Parteien grundsätzlich nicht verpflichtet, einander im Vorfeld eines Vertragsschlusses unaufgefordert über für die Preisbestimmung relevante Umstände zu informieren. „Treue- und Informationspflichten bzw. -rechte entstehen zudem nicht alleine auf Grund einer Verkaufsinteressens-Anmeldung.“<sup>66</sup>

Die Stiftung für Konsumentenschutz entsandte im März 2010 schweizweit Testpersonen in dreizehn Banken. Diese sollten einen Termin für ein Anlageberatungsgespräch vereinbaren und nach einschlägigem Informationsmaterial zur eigenen Vorbereitung auf das Gespräch fragen. Dabei zeigte sich, dass zunächst jeweils die Personalien festgehalten wurden, um einen Termin festlegen zu können, und mehrheitlich sogleich eine Kontoeröffnung angeregt wurde. In einem einzigen Fall wurde der Fragebogen, der anlässlich des Anlagegesprächs verwendet werden sollte, vorgängig abgegeben. In den übrigen zwölf Fällen erhielten die Testpersonen kein Informationsmaterial (1x), eine allgemeine Informationsbroschüre über die Produktpalette und Dienstleistungen der Bank (6x) oder sogleich Unterlagen zu einzelnen Anlagefonds (4x) oder zu Vorsorgeprodukten (1x). Die Stiftung für Konsumentenschutz zog daraus folgendes Fazit: „Unkundigen Personen wird der Verkauf von Anlagen oder eines Vermögensverwaltungsmandats bereits im Vorfeld schmackhaft gemacht.“<sup>67</sup> Besser schnitten drei Regionalbanken ab, die im August 2010 von mehreren über 50-jährigen Testpersonen insgesamt 69 Beratungsgesprächen unterzogen wurden. Die betroffenen Banken berücksichtigten zwar nicht stets die (auch immateriellen) Bedürfnisse der älteren Anlagekunden, schnitten aber punkto Freundlichkeit, Erklärung von Finanzprodukten sowie der realistischen Einschätzung von Gewinn- und Verlustausichten und der Risiken gut ab.<sup>68</sup>

**c) Mangelnde Kostentransparenz**

Kunden zeigen sich nach dem Erwerb von Finanzprodukten oft erstaunt, wie stark der Kostenfaktor letztlich die Rendite der Produkte geschmälert hat. Kosten können bei Finanzprodukten infolge von Kaufs- und Verkaufstransaktionen, einer allfälligen Verwahrung oder durch den Beizug Dritter für Verwaltungs-, Beratungs- oder andere Dienstleistungen anfallen.<sup>69</sup> Zudem können Finanztransaktionen auch staatliche Steuern auslösen. Solche Kosten können einmalig oder wiederkehrend auftreten.

Die Aufdeckung der effektiv anfallenden Kosten ist nicht für sämtliche Finanzprodukte einheitlich geregelt. Für Anteile an kollektiven Kapitalanlagen bestehen detaillierte Vorschriften betreffend Kostentransparenz. Bei Versicherungsprodukten ist vor Abschluss eines Vertrages u.a. verständlich über Rückkaufs- und Umwandlungswerte zu informieren.<sup>70</sup> Vermögensverwalter haben in schriftlichen Ver-

tragen mit ihren Kunden Art, Modalitäten und Elemente ihrer Entschädigung zu regeln.<sup>71</sup> Schliesslich ist eine Preisbekanntgabepflicht vorgesehen für die Kontoeröffnung, -führung und -schliessung, den Zahlungsverkehr im Inland und grenzüberschreitend, Zahlungsmittel (Kreditkarten) sowie den Kauf und Verkauf ausländischer Währungen (Geldwechsel).<sup>72</sup> Anderweitige Vorgaben für Produkte oder Dienstleistungen bestehen nicht. Kunden werden somit nicht stets vor dem Erwerb eines Finanzprodukts oder Eingehen eines Dienstleistungsmandats vollständig über die Kosten aufgeklärt, welche die Produktgewinne zum Teil erheblich belasten können.<sup>73</sup> Es ist für sie daher bei bestimmten Produkttypen kaum ersichtlich, welche Rendite ihnen nach Abzug sämtlicher Kosten und Steuern voraussichtlich verbleiben wird. Eine besondere Diskrepanz besteht zwischen der hohen Kostentransparenz für kollektive Kapitalanlagen und dem deutlich tieferen Transparenzniveau für Kosten, die beim Kauf oder Verkauf resp. während der Laufzeit von Strukturierten Produkten anfallen.

#### Beispiel 7: Unerwartete Steuerfolgen

Eine Kundin mit einem Vermögen von ca. CHF 100'000 liess sich von ihrer Bank über die Anlage von CHF 50'000 beraten. Der Kundin wurde durch die Bank ein kapitalgeschütztes Strukturiertes Produkt mit einer Laufzeit von fünf Jahren empfohlen. Die Kundin versteuerte diese Investition während der Haltedauer als Vermögen. Für das Jahr der Fälligkeit schlug ihr die Steuerbehörde zudem einen zusätzlich zu versteuernden Zins in der Höhe von CHF 3'355 zum Einkommen, so dass sich die Einkommenssteuern der Kundin um ca. CHF 900 erhöhten. Die Steuern fielen an, obwohl die Kundin am Ende der Laufzeit nicht mehr als das eingesetzte Kapital zurück erhielt. Die Bank hatte die Kundin anlässlich der Beratung nie darauf aufmerksam gemacht, dass das Strukturierte Produkt für die Berechnung der anfallenden Steuern in seine Bestandteile zerlegt würde und gestützt darauf Einkommenssteuern auch bei nicht ausbezahlten Zinsen anfallen könnten.<sup>74</sup>

#### d) Ungenügendes Aufdecken potentieller und aktueller Interessenkonflikte

Das geltende Recht kennt keine für sämtliche Finanzdienstleister geltende Pflicht zur Aufdeckung potentieller und aktueller Interessenkonflikte. Insbesondere müssen Anlageberater ihre Kunden vor Abschluss des Beratungsmandats nicht explizit auf Interessenbindungen zu Produkteanbietern hinweisen. Interessenkonflikte stehen häufig im Zusammenhang mit Vertriebsvergütungen durch den Produkteemittenten.<sup>75</sup> Wer von einem Produzenten arbeits- oder auftragsrechtlich zum Vertrieb eingesetzt wurde oder von einem Produzenten Finanzprodukte übernommen hat, um diese eigenständig zu vertreiben („push-side“), ist vertriebsorientiert und erhält dafür Vertriebsvergütungen. Solche Vergütungen bergen dann Konfliktpotential, wenn deren Erlangen durch die Einheiten am Point of Sale über eine sachgerechte Berücksichtigung der Kundeninteressen gestellt wird und die Kunden die Bedeutung der anfallenden Vergütungen nicht kennen. Die Offenlegung von mit Sicherheit oder möglicherweise anfallenden Vertriebsvergütungen ist daher ein zentrales Element zur Aufdeckung von Interessenkonflikten. Gerade im Bereich der Anlageberatung sowie der gegebenenfalls nicht unter den Geltungsbereich des FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ fallenden Vermögensverwaltung fehlen jedoch konsistente Regelungen für Transparenz betreffend Vertriebsvergütungen. Die auftragsrechtlichen Pflichten gemäss Obligationenrecht regeln zu wenig deutlich, wie die Entschädigung des Anlageberaters oder Vermögensverwalters durch den Kunden oder Dritte zu erfolgen hat. Zudem fehlt eine ausdrückliche Regelung, welche den Kunden auch bei einer vorgängigen Zustim-



mung zur Einbehaltung von Vertriebsvergütungen durch den Beauftragten dazu berechtigt, nähere Auskünfte über die effektiv geflossenen Vergütungen zu verlangen.

#### **Vertiefung 4: Offenlegungs- und Herausgabepflichten bei Vertriebsvergütungen**

Das Bundesgericht musste in einem Entscheid vom 22. März 2006 beurteilen, ob ein Vermögensverwalter seinem Kunden über von Dritten erhaltene Vergütungen Rechenschaft abzulegen hat und die erhaltenen Beträge mangels anderweitiger Absprache herausgeben muss. Das Bundesgericht entschied unter Heranziehung der auftragsrechtlichen Rechte und Pflichten, dass Vergütungen, die in innerem Zusammenhang mit dem erteilten Auftrag stehen, grundsätzlich an Kunden weiterzugeben sind. Eine anderweitige vertragliche Vereinbarung ist jedoch zulässig, wenn der Kunde vorgängig über möglicherweise anfallende Vergütungen informiert wird.<sup>76</sup>

#### **6.4 Uneinheitliche Aufsicht über Finanzdienstleister**

Nicht alle Finanzdienstleister unterstehen gemäss geltendem Recht einer behördlichen Beaufsichtigung. Insbesondere können reine Anlageberater und externe Vermögensverwalter – mit der Ausnahme von Vermögensverwaltern kollektiver Kapitalanlagen – grundsätzlich tätig werden, ohne vorgängig eine Bewilligung einzuholen (für Details: Anhang 5). Ihre Aktivitäten sind auch keiner kontinuierlichen Beaufsichtigung durch die FINMA unterstellt und an ihre Aus- und Weiterbildung bestehen keine Anforderungen. Die Einführung von Verhaltenspflichten für nicht beaufsichtigte Finanzdienstleister kann mangels gesetzlicher Grundlage nicht durch die FINMA initiiert und kontrolliert werden. Gestützt darauf werden Privatkunden teils mit Vertragspartnern konfrontiert, die ihre Tätigkeit ohne besonderen Leistungsausweis und ohne die Einhaltung massgebender aufsichtsrechtlicher Standards ausführen.<sup>77</sup>

Zudem variiert auch bei bewilligten Finanzdienstleistern der Umfang der Aufsicht beträchtlich. So dürfen sich gestützt auf Art. 3 FINMAG sämtliche Finanzdienstleister als „Beaufsichtigte“ bezeichnen, „die nach den Finanzmarktgesetzen eine Bewilligung, eine Anerkennung, eine Zulassung oder eine Registrierung der Finanzmarktaufsichtsbehörde benötigen“. Dazu zählen auch Fondsvertriebsträger und ungebundene Versicherungsvermittler, obwohl sie nicht kontinuierlich oder direkt durch die FINMA beaufsichtigt werden.<sup>78</sup> Besonders gross ist die Täuschungsgefahr bei denjenigen Finanzdienstleistern, welche einzig nach dem Geldwäschereigesetz durch die FINMA – oder eine Selbstregulierungsorganisation – überwacht werden. Diese Überwachung umfasst nur die Einhaltung der Pflichten zur Bekämpfung der Geldwäscherei, nicht jedoch von prudentiellen Vorgaben. Grundsätzlich nicht geprüft wird demnach, ob die Finanzdienstleister Verhaltenspflichten gegenüber ihren Kunden nachkommen. Schliesslich kennt das geltende Aufsichtsrecht auch für bewilligte oder registrierte Finanzdienstleister nur im Ausnahmefall konkretisierte Aus- und Weiterbildungspflichten.<sup>79</sup>

Gerade für wenig erfahrene Kunden ist die Differenzierung zwischen beaufsichtigten und unbeaufsichtigten oder nur registrierten Finanzdienstleistern nicht immer erkennbar. Auch kann eine erfolgreiche Einführung der unter Abschnitt 6.3 erwähnten Verhaltenspflichten nur unter gleichzeitiger Einführung zumindest rudimentärer Kontrollmechanismen für sämtliche Einheiten am Point of Sale realisiert werden.

## 6.5 Schwierige Durchsetzung von Ansprüchen

Unter den geltenden Bestimmungen des Zivil- und des Aufsichtsrechts fehlen umfassende Dokumentationspflichten im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Finanzprodukten oder der Erbringung von Finanzdienstleistungen. Kunden sind daher im Streitfall regelmässig mit beweisrechtlichen Schwierigkeiten konfrontiert, welche die Aufarbeitung einer Kundenbeziehung behindern. Im Rahmen der Totalrevision des Versicherungsvertragsrechts sieht der Gesetzgeber die Einführung von Dokumentationspflichten für Versicherungsvermittler vor. Gemäss Art. 67 Abs. 3 E-VVG sollen Versicherungsmakler, die in einem Treueverhältnis zu den Kunden stehen und in deren Interesse handeln, „die von ihnen erhobenen Bedürfnisse der Kundinnen und Kunden sowie die Gründe für jeden Rat schriftlich fest[halten], den sie ihnen zu einem bestimmten Versicherungsprodukt erteilen“. Agenten, welche die Versicherer vertreten, sollen gestützt auf Art. 70 Abs. 3 E-VVG zumindest die Bedürfnisse der Kunden schriftlich festhalten. Ein Mangel an Dokumentationspflichten besteht auch im Rahmen von anderen Finanzdienstleistungen. Schriftliche Ausführungen über die Erstellung eines kundenspezifischen Risikoprofils sowie über die Gründe für die Erteilung konkreter Ratschläge können auch die Dienstleister selbst vor einer unklaren Beweislage im Streitfall schützen.

### Beispiel 8: Beweis einer Pflichtverletzung

Eine Kundin investierte auf Empfehlung ihres Bankberaters ihre gesamten Ersparnisse in der Höhe von CHF 30'000 in ein durch Lehman Brothers Holdings Inc. emittiertes kapitalgeschütztes Produkt. Die Bank stellte sich auf den Standpunkt, sie habe ausreichend auf die mit dem Produkt verbundenen Risiken hingewiesen. Insbesondere habe sie der Kundin die Broschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel“ und produktespezifische Termsheets zugestellt. Zusätzlich habe der Berater ergänzende Erklärungen abgegeben und auf die wesentlichen Produktrisiken hingewiesen. In seinem Jahresbericht 2008 erörterte der Schweizerische Bankenombudsman, dass Kunden, die einen Schaden geltend machen, der durch eine Pflichtverletzung der beratenden Bank verursacht worden sei, die entsprechende Pflichtverletzung selbst zu beweisen haben. Stehe hingegen fest, „dass die Bank dem Kunden ein nicht dem Risikoprofil entsprechendes Produkt empfohlen hat“, erachte der Ombudsman diesen Beweis als erbracht.<sup>80</sup>

Die Durchsetzung der Ansprüche von Privatkunden könnte durch den **Ausbau des Ombudssystems** auf dem schweizerischen Finanzplatz zusätzlich verbessert werden. Die Pflicht von Finanzdienstleistern zum Anschluss an eine Ombudsstelle ist unter geltendem Recht uneinheitlich geregelt: Während die meisten Banken und diverse Versicherer bereits einer Ombudsstelle angeschlossen sind, will die Totalrevision VVG für Versicherer und Versicherungsmakler eine Anschlusspflicht zwingend vorschreiben. Der gegenwärtige Rechtszustand erscheint insofern unbefriedigend, als eine Vielzahl von Finanzdienstleistern keinem Ombudsstellenobligatorium unterliegt. Zudem kommt den bestehenden Ombudsstellen keine Entscheidkompetenz zu.

## 6.6 Ungenügende Regelung der grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen in die Schweiz

Der Kundenschutz ist in der Schweiz gegenüber grenzüberschreitenden Anbietern aus dem Ausland je nach Gesetz unterschiedlich stark oder schwach oder gar nicht vorhanden (für Details: Anhang 5). So ist bei Versicherungsverträgen die Anwendbarkeit des schweizerischen Aufsichtsrechts gewährleistet. Im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen löst öffentliche Werbung vom Ausland in die Schweiz – mittels Drucksachen, Internet, Cold Calling o.a. – eine Genehmigungspflicht auf Stufe Produkt sowie eine Bewilligungspflicht für entsprechende Vertriebssträger aus, soweit sich die Werbung nicht ausschliesslich an sogenannte qualifizierte Anleger richtet. Im Gegensatz dazu verfolgt die Banken- und Börsengesetzgebung einen äusserst grosszügigen Ansatz. Namentlich grenzüberschreitendes Cold Calling ist für Banken und Effektenhändler vom Ausland aus in die Schweiz ohne weiteres zulässig. Bereits während der Ausarbeitung des Börsengesetzes und der entsprechenden Verordnung bemängelten einzelne Vernehmlassungsteilnehmer den Verzicht auf eine Bewilligungspflicht für ausländische Effektenhändler ohne Personal in der Schweiz auch für den Fall, dass sie in der Schweiz Dienstleistungen anbieten. Bei der Bankenregulierung fällt zudem auf, dass das grenzüberschreitende Einlagengeschäft viel anbieterfreundlicher geregelt ist als das grenzüberschreitende Kreditgeschäft. So unterliegt nur die Gewährung und Vermittlung von Konsumkrediten einer (kantonalen) Bewilligungspflicht.<sup>81</sup> Die unterschiedlichen Voraussetzungen zur Aufnahme der beiden Geschäftstypen erscheinen angesichts der mit den Dienstleistungen verbundenen Risiken unbefriedigend. Während die Verschuldung gegenüber einem Gläubiger mit Sitz im Ausland eine Bewilligungspflicht für den betreffenden Gläubiger auslöst, können Schweizer Kunden ihre Einlagen ohne weiteres bei unbewilligten ausländischen Schuldner deponieren, obwohl sich die Kunden bei einem Abzug ihrer Einlagen mit einem Schuldner mit Sitz im Ausland auseinandersetzen müssen.

Im Hinblick auf die zunehmende Tendenz ausländischer Staaten, den Vertrieb von Finanzprodukten aus dem Ausland sowie die Auslagerung von Dienstleistungen in das Ausland strenger zu regulieren, ist die teilweise sehr weitgehende Zulassung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen für inländische Produkthanbieter und Finanzdienstleister nicht immer vorteilhaft. So sehen die in Art. 120 Abs. 2 KAG abschliessend aufgeführten Genehmigungsvoraussetzungen für die Zulassung ausländischer Fonds und anderer Kollektivanlagen in der Schweiz – anders als z.B. das BankG – keine Reziprozität vor. Während demnach die Schweiz gegenüber ausländischen, insbesondere aus dem EU-Raum stammenden Kollektivanlagen offen ist, wird umgekehrt der Zutritt schweizerischer Anlagefonds und anderer Kollektivanlagen in verschiedenen EU-Mitgliedstaaten erschwert. Dieses Ungleichgewicht vermag aus Sicht der Schweizer Fondswirtschaft nicht zu überzeugen.<sup>82</sup> Um eine Auslagerung der Vermögensverwaltung kollektiver Kapitalanlagen der EU in die Schweiz hinein zu ermöglichen, wurde mit Art. 13 Abs. 4 KAG Vermögensverwaltern ausländischer Kollektivanlagen die Möglichkeit eingeräumt, freiwillig eine Unterstellung zu beantragen.<sup>83</sup> Allerdings bestehen zurzeit Bestrebungen der EU, den Zutritt von in der Schweiz domizilierten Vermögensverwaltern – wie auch schweizerischer Depotbanken – bei gewissen Kollektivanlagen durch die geplante Richtlinie betreffend „Alternative Investment Fund Manager“ (AIFM) weiter einzuschränken.<sup>84</sup>

## 6.7 Internationale Entwicklungen

Die schweizerische Finanzmarktregulierung hat die in Art. 5 FINMAG statuierten Zielsetzungen zu verfolgen. Daneben sollen die Vorschriften auch internationale Mindeststandards einhalten. Im vorliegenden Zusammenhang interessieren insbesondere die folgenden Vorgaben internationaler Gremien: Das **Joint Forum**<sup>85</sup> stellt in seinem Bericht über Differenzen in Natur und Umfang der Finanzmarktregulierung vom Januar 2010 fest, dass in der Regulierung des Banken-, Versicherungs- und Wertpapiersektors erhebliche Unterschiede bestehen, die sich nicht immer sachlich rechtfertigen lassen.<sup>86</sup> Das Forum empfiehlt eine Annäherung der Regulierungen für vergleichbare Aktivitäten und Produkte.<sup>87</sup> In seinem „Consultation Report“ über „Principles on Point of Sale Disclosure“ vom November 2009 fordert das Technical Committee der **IOSCO**, dass Retailanleger ihre Anlageentscheidungen gestützt auf zuverlässige Informationen treffen können. Zusätzlich müssen allfällige Interessenkonflikte von Intermediären und die mit ihren Dienstleistungen verbundenen Kostenstrukturen auch für Retailanleger transparent sein. Weiter weist der Bericht darauf hin, dass die bestehenden Prospektinformationspflichten nicht immer geeignet sind, um die Informationsasymmetrien betreffend Retailgeschäfte ausreichend zu beseitigen. Auch die **OECD** greift diesen Aspekt in ihrem „Progress Report“ über „Financial Consumer Protection“ auf und unterstützt die übersichtliche Darstellung der wesentlichen Charakteristika und Kosten eines Produkts in klar definierter und übersichtlicher Form.<sup>88</sup> Die **Europäische Kommission** befasst sich zurzeit in verschiedenen Regulierungsprojekten mit der Einführung vereinfachter Informationen am Point of Sale. So wurden mit einer Durchführungsverordnung zur OGAW-Richtlinie<sup>89</sup> die wesentlichen Informationen konkretisiert, die Anlegern beim Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen in einem Dokument erteilt werden müssen („Key Investor Document KID“).<sup>90</sup> Bei der Ausarbeitung des neuen Standards wurde besonderes Gewicht auf die leichte Verständlichkeit der Inhalte gelegt. Das Committee of European Securities Regulators (**CESR**) veröffentlichte am 20. Juli 2010 ein Vernehmlassungspapier betreffend die genaue Ausgestaltung dieses KID.<sup>91</sup> Weiter initiierte die **Europäische Kommission** ein Projekt zur Verbesserung und Vereinheitlichung der Information betreffend Anlageprodukte für Retailanleger („Packaged Retail Investment Products PRIPs“; vgl. Vertiefung 8).<sup>92</sup> Mit der Geeignetheit von Finanzprodukten setzte sich das **BCBS** in einem Überblick zu elf Ländern vom April 2008 auseinander.<sup>93</sup> Ebenso befasst sich die **IAIS** zurzeit mit entsprechenden Fragen. Das Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (**CEIOPS**) wurde von der Europäischen Kommission im Januar 2010 um Rat ersucht hinsichtlich der Änderung der europäischen Richtlinie über Versicherungsvermittlung.<sup>94</sup>

### Vertiefung 5: Key Investor Document (KID) gemäss OGAW-Richtlinie

Das KID („Wesentliche Informationen für den Anleger“) enthält „sinnvolle Angaben zu den wesentlichen Merkmalen des betreffenden OGAW“ und soll „die Anleger in die Lage versetzen, Art und Risiken des angebotenen Anlageprodukts zu verstehen und auf dieser Grundlage eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen“. <sup>95</sup> Insbesondere informiert das KID die Anleger über folgende Aspekte:

- Identität des OGAW
- kurze Beschreibung der Anlageziele und der Anlagestrategie
- Darstellung der bisherigen Wertentwicklung oder gegebenenfalls Performance-Szenarien
- Kosten und Gebühren

- Risiko-/Renditeprofil der Anlage, einschliesslich angemessener Hinweise auf die mit der Anlage in den betreffenden OGAW verbundenen Risiken und entsprechenden Warnhinweisen

Die Informationen werden in einem einheitlichen Format erstellt. Das KID darf zudem nicht länger als zwei DIN-A4-Seiten sein. Form und Inhalt werden durch die Durchführungsverordnung Nr. 583/2010 konkretisiert.<sup>96</sup> Insbesondere sieht Art. 8 der Durchführungsverordnung vor, dass das Risiko- und Ertragsprofil des OGAW anhand eines synthetischen Indikators dargestellt wird. Der Indikator enthält verschiedene Kategorien auf einer Punkteskala von 1 bis 7. CESR hat Anweisungen betreffend die Methodologie des synthetischen Indikators entwickelt<sup>97</sup> und befasst sich zurzeit mit der Entwicklung eines KID-Musterdokuments.<sup>98</sup>

Die erwähnten Berichte und Stellungnahmen verlangen eine erhöhte Berücksichtigung der Interessen von Retailanlegern. Insbesondere sollen interessierte Kundengruppen Zugang zu aussagekräftiger und gut verständlicher Information haben. Weiter sind sachlich nicht gerechtfertigte Unterschiede in der Regulierung substituierbarer Produkte oder vergleichbarer Dienstleistungen aufzuheben. Der schweizerische Finanzplatz nimmt über Vertreter in den erwähnten Gremien Teil an der Entwicklung supranationaler Regulierungsansätze. Eine effiziente Umsetzung dieser Grundzüge könnte Schweizer Dienstleistern den Zutritt zu ausländischen Finanzmärkten erleichtern. Eine kohärente Regulierung von Verhaltenspflichten am Point of Sale und die weitgehende Vereinheitlichung der Produktregeln für substituierbare Finanzprodukte erscheint daher auch unter diesem Aspekt wünschenswert.

## 7 Handlungsoptionen

Im Folgenden werden verschiedene Handlungsoptionen vorgestellt, die den beschriebenen Mängeln entgegenwirken sollen. Die Ausführungen nehmen unmittelbar Bezug auf die in Kapitel 6 dargestellten Problemfelder. Dabei werden jene Handlungsoptionen, die der FINMA zur Lösung der bestehenden Mängel als geeignet erscheinen, denjenigen Optionen vorangestellt, welche nach Auffassung der FINMA zurzeit nicht weiterverfolgt werden sollten. Bei ihrer Bewertung stützt sich die FINMA insbesondere auf die Regulierungsgrundsätze in Art. 7 FINMAG sowie die von ihr erlassenen Leitlinien zur Finanzmarktregulierung.<sup>99</sup>

### 7.1 Kundensegmentierung

Anders als eine Vielzahl ausländischer Rechtsordnungen kennt die schweizerische Produkte- und Vertriebsregulierung keine produkteneutrale Kundensegmentierung. Zwar berücksichtigen einzelne Erlasse das Bestehen verschiedener Kundengruppen. So befreit etwa das KAG die Anbieter von kollektiven Kapitalanlagen, deren Anteile ausschliesslich an qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3 KAG vertrieben werden, von bestimmten gesetzlichen Verpflichtungen.<sup>100</sup> Die Differenzierung zwischen unterschiedlichen Kundensegmenten folgt jedoch keinen produkteneutralen Kriterien und findet auf eine Vielzahl von Geschäften überhaupt keine Anwendung:

<b>Tabelle 3: Kundensegmentierung der Finanzmarktgesetze</b>	
<b>Finanzmarktgesetz</b>	<b>Segmentierung</b>
Bankengesetz	Nicht zum „Publikum“ zählen u.a. prudentiell Beaufsichtigte, institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie sowie wirtschaftlich und familiär verbundene Personen. <sup>101</sup>
Pfandbriefgesetz	(Keine)
Versicherungsaufsichtsgesetz	(Keine)
Versicherungsvertragsgesetz	(Keine <sup>102</sup> )
Börsengesetz	Analog Bankengesetz.
Kollektivanlagengesetz	Als „qualifizierte Anleger“ gelten insb. prudentiell Beaufsichtigte, institutionelle Anleger und Unternehmen mit professioneller Tresorerie, vermögende Privatpersonen (d.h. mit Finanzanlagen über mind. CHF 2 Mio. <sup>103</sup> ) sowie Anleger, die mit prudentiell Beaufsichtigten oder – unter gewissen Bedingungen <sup>104</sup> – mit sog. unabhängigen Vermögensverwaltern einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag geschlossen haben.
Geldwäschereigesetz	Keine für die Thematik dieses Diskussionspapiers relevanten Differenzierungen.

Zwar können bei einer Unterteilung der Kunden in vordefinierte Segmente die individuellen Bedürfnisse und Produktekenntnisse des einzelnen Kunden nur ungenügend berücksichtigt werden. Sicher aber unterscheidet sich der Informationsbedarf von professionellen Investoren regelmässig erheblich von den Anliegen gewöhnlicher Anleger. Während es professionellen Anlegern aufgrund ihrer Erfahrung und ihres Fachwissens leichter fällt, relevante Informationen zu erkennen und ein Produkt entsprechend einzuordnen, ist dies für Privatkunden oft mit grösseren Schwierigkeiten verbunden. Diesen Unterschieden könnte durch Vertriebs- und Produktregeln Rechnung getragen werden, die auf einer produktneutralen Kundensegmentierung beruhen.

Eine Kategorisierung von Kunden kann sich grundsätzlich insbesondere an der **Erfahrung und den Kenntnissen** eines Kunden in finanziellen Angelegenheiten oder an dessen **verfügbaren Vermögenswerten** ausrichten.<sup>105</sup> Auf diesen beiden Kriterien baut bereits die schweizerische Kollektivanlagengesetzgebung auf, wonach beaufsichtigte Institute, vermögende Privatpersonen sowie Personen, die mit einem beaufsichtigten Finanzdienstleister einen Vermögensverwaltervertrag abgeschlossen haben, als qualifizierte Anleger bezeichnet werden.<sup>106</sup> In der Vermögensverwaltungspraxis werden häufig zunächst institutionelle, Firmen- und Privatkunden unterschieden und letztere anschliessend nach Vermögensgrössen eingeteilt:

#### **Vertiefung 6: Kundensegmentierung in der Vermögensverwaltungspraxis**

Obwohl solche Grenzen nicht einheitlich Verwendung finden, kann zur Illustration festgehalten werden, dass bspw. Kunden mit deponierten Vermögenswerten bis CHF 100'000 oft zum „Retail“-Bereich gezählt werden und etwa bei Vermögenswerten bis CHF 1 Mio. zum „Affluent“-Bereich sowie ab CHF



1 Mio. zum „Wealth Management“-Bereich. Bei „Wealth Management“-Kunden ab einer bestimmten Vermögensgrösse (z.B. mehr als CHF 5 Mio.) spricht man auch von „(Ultra) High Net Worth Individuals“ ([U]HNWI).<sup>107</sup> Den Kunden steht dann je nach Segment eine unterschiedliche Auswahl an Produkten und Strategien offen.

Das ausschliessliche Abstellen auf das Vermögen einer Privatperson zur Kundenkategorisierung vermag allerdings in der Praxis nur bedingt zu überzeugen. So verzichten auch vermögende Personen häufig darauf, qualifizierte Berater heranzuziehen, obwohl sie keine besonderen Kenntnisse im Hinblick auf eine bestimmte Geschäftsart besitzen. Es erscheint daher angebrachter, sich bei der Einführung einer produkteneutralen Kundensegmentierung an den Kriterien der europäischen Prospektrichtlinie sowie der MiFID auszurichten, wonach das Vermögen lediglich als ein Indiz für die Kenntnisse und Erfahrungen der fraglichen Person herangezogen wird:

#### Vertiefung 7: Kundensegmentierung der europäischen Prospektrichtlinie und der MiFID

Die **europäische Prospektrichtlinie**<sup>108</sup> nimmt Wertpapierangebote, die sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger richten, von der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts aus. Qualifizierte Anleger sind insbesondere „juristische Personen, die in Bezug auf ihre Tätigkeit auf den Finanzmärkten zugelassen sind bzw. beaufsichtigt werden“, Regierungen, Zentralbanken und grosse Unternehmen. Für bestimmte KMU und natürliche Personen können die Mitgliedstaaten eine freiwillige Unterstellung unter die Vorschriften für qualifizierte Anleger vorsehen. Damit sich natürliche Personen als qualifizierte Anleger bezeichnen können, müssen sie gewisse Erfahrungen auf Wertpapiermärkten vorweisen.<sup>109</sup>

Auch auf Stufe Vertrieb sehen die europäischen Vorschriften eine Kundensegmentierung vor. Insbesondere unterscheidet die **MiFID** zwischen gewöhnlichen Kunden und professionellen Kunden und statuiert, dass Wertpapierfirmen bei ihrer Prüfung der Angemessenheit oder Geeignetheit eines Finanzinstruments oder einer Wertpapierdienstleistung bei professionellen Kunden vom Vorliegen bestimmter Kenntnisse und Erfahrungen ausgehen dürfen. Als professionelle Kunden gelten dabei u.a. „Rechtspersonlichkeiten, die zugelassen sein oder unter Aufsicht stehen müssen, um auf den Finanzmärkten tätig werden zu können“, Regierungen, Zentralbanken sowie grosse Unternehmen, wenn ihre Bilanzsumme, ihr Nettoumsatz oder ihre Eigenmittel bestimmte Schwellen überschreiten.<sup>110</sup> Kunden, die über ausreichend Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse verfügen, können auf Antrag ebenfalls als professionelle Kunden behandelt werden.<sup>111</sup> Sämtliche professionellen Kunden können jedoch auch beantragen, dass sie als nicht professionelle Kunden behandelt werden. Art. 24 der MiFID führt zudem „geeignete Gegenparteien“ als weitere Kundenkategorie ein. Für diese Kunden müssen u.a. die Wohlverhaltensregeln von Art. 19 der Richtlinie nicht berücksichtigt werden. Im Rahmen der Überarbeitung der MiFID wird zurzeit die Einführung einer weiteren Kundensegmentierung geprüft. Entsprechende Stellungnahmen zum Consultation Paper von CESR<sup>112</sup> äussern sich jedoch eher zurückhaltend betreffend die weitere Aufgliederung der bestehenden Kategorien.<sup>113</sup>

Eine für jeden Einzelfall klare und befriedigende Grenzziehung zwischen gewöhnlichen und qualifizierten Kunden kann auch mit Hilfe der oben erwähnten Kriterien nicht erreicht werden. Während die meisten Kapitalmarktteilnehmer ohne weiteres dem Segment der gewöhnlichen oder qualifizierten Kunden resp. Anleger zugeordnet werden können, ist bei einzelnen Anlegern nicht immer klar, ob ihre Fähigkeiten und Mittel einen Verzicht auf den Schutz für gewöhnliche Anleger rechtfertigen.



In diesen Konstellationen sollte es dem einzelnen Anleger selbst überlassen sein, ob er als qualifizierter Anleger auftreten will oder nicht.<sup>114</sup> Die Einführung einer **Wahlmöglichkeit** vergleichbar mit der freiwilligen Unterstellung von Privatpersonen oder KMU gemäss der europäischen Prospekttrichtlinie sowie der MiFID („Opting-in“) könnte in diesen Grenzfällen zu einer für die Betroffenen befriedigenden Lösung führen. Auch die Emittenten könnten daran interessiert sein, Produkte, die nur an qualifizierte Anleger vertrieben werden, den Prospektvorschriften für gewöhnliche Anleger zu unterstellen. Insbesondere würde ihnen durch ein solches Wahlrecht die Möglichkeit gegeben, die fraglichen Produkte später auch nicht qualifizierten Anlegern anzubieten.

Schliesslich sollte es für Kunden am Point of Sale auch möglich sein, sich umgekehrt freiwillig als nicht professioneller Kunde einstufen zu lassen („Opting-out“). Kunden, die es trotz ihrer Kenntnisse und Erfahrungen auf den Kapitalmärkten vorziehen, durch ihre Kontaktperson am Point of Sale als gewöhnliche Kunden behandelt zu werden, hätten so die Möglichkeit, ihren professionellen Status in Bezug auf die konkrete Beziehung mit einem Vertreter, Berater oder Portfolio-Manager abzulegen und von den umfassenden Aufklärungspflichten für gewöhnliche Kunden zu profitieren.

Eine Kundensegmentierung könnte in Bezug auf **Produktregeln** insbesondere im Rahmen der unter Abschnitt 7.3 erörterten Ausdehnung der bestehenden Prospektpflichten Anwendung finden. So wäre denkbar, die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts auf Finanzprodukte zu beschränken, die auch an gewöhnliche Anleger vertrieben werden sollen.<sup>115</sup> Bei der Einführung einer solchen Segmentierung müsste sichergestellt werden, dass an qualifizierte Anleger veräusserte Effekten nur dann an gewöhnliche Anleger weitergegeben werden, wenn dabei eine ausreichende Information dieser zweiten Anlegerkategorie gewährleistet ist. Auf Stufe der **Verhaltens- und Organisationsregeln am Point of Sale** könnte sich die Kundensegmentierung dahingehend auswirken, dass die unter Abschnitt 7.4 vorgeschlagenen Handlungsoptionen nur auf gewöhnliche Kunden Anwendung finden würden.

Standpunkt der FINMA: Die FINMA unterstützt die Einführung einer produktneutralen Kundensegmentierung. Noch zu entscheiden wäre, ob die Segmentierung (inkl. Anlagevorschriften) durch Regulierung vorgegeben oder – wie bis anhin – auch dem Ermessen der einzelnen Finanzdienstleister anheimgestellt werden soll. In diesem Fall sollten sich keine grösseren Umsetzungskosten für die betroffenen Finanzdienstleister ergeben. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Schaffung verschiedener Kundenkategorien Finanzdienstleister am Point of Sale keineswegs von einer massgeschneiderten Beurteilung und Betreuung des einzelnen Kunden abhalten darf. So ist etwa davon auszugehen, dass auch Privatpersonen, die aufgrund ihrer Erfahrung und Marktkenntnisse als qualifizierte Anleger gelten, kaum je das Know-how eines institutionellen Anlegers erreichen werden. Auf diese notwendige Differenzierung weist auch die europäische MiFID hin, wonach Finanzdienstleister bei Kunden, die mittels Opting-in als professionelle Kunden qualifizieren, nicht von Marktkenntnissen und -erfahrungen ausgehen dürfen, die mit jenen von institutionellen Kunden vergleichbar sind.<sup>116</sup> Schliesslich gilt es zu bedenken, dass regulatorische Vorgaben an eine Kundensegmentierung nicht überwiegend dazu führen sollten, dass Emittenten und Vermittler in der Folge eine Vielzahl von Produkten nur noch finanzkräftigeren qualifizierten Investoren anbieten und gewöhnlichen Anlegern dadurch nur noch ein selektiver Zutritt zum Kapitalmarkt gewährt würde.

## 7.2 Ombudsstellenobligatorium

Während die meisten Banken und diverse Versicherer bereits einer Ombudsstelle angeschlossen sind, gilt dies nicht für andere Finanzdienstleister. Zudem haben die bestehenden Ombudsstellen eine ausschliesslich vermittelnde Funktion und verfügen über keine Entscheidungskompetenzen. Eine gerichtliche Auseinandersetzung zwischen Kunden und Finanzdienstleistern ist regelmässig mit hohen Kosten und beträchtlicher Unsicherheit verbunden. Gerade Privatkunden könnten von der Einführung eines einheitlichen, für sämtliche Produzenten und andere Finanzdienstleister des schweizerischen Finanzplatzes geltenden Ombudswesens profitieren. Kunden würde dadurch bei Fragen oder Unstimmigkeiten eine Ansprechperson ausserhalb des betroffenen Dienstleisters zur Verfügung gestellt. Konflikte mit mehreren beteiligten Parteien könnten somit an einer unabhängigen Stelle unter einer umfassenden Perspektive geklärt werden. Die entsprechende Ombudsfunktion könnte Aussenstellen aufweisen (insb. nach Sprachregionen), sollte aber klar auf einem einheitlichen, branchenübergreifenden Statut fussen.<sup>117</sup>

Um eine effektive Konfliktbeilegung zu gewährleisten, könnte der neu zu schaffenden Ombudsstelle allenfalls bei Privatkunden die Kompetenz zur Entscheidung von Streitigkeiten zugesprochen werden. Die Entscheidungen müssten dabei das geltende Recht und die vorherrschende Behörden- und Instanzpraxis berücksichtigen und zu einer ausgewogenen Lösung des bestehenden Konflikts führen. Denkbar wäre auch die Einführung des für den Financial Ombudsman Service des Vereinigten Königreichs geltenden Grundsatzes, wonach der die Beschwerde vorbringende Privatkunde bestimmen kann, ob er die Entscheidung der Ombudsstelle für verbindlich erklären will oder nicht.<sup>118</sup> Prüfwert ist zudem die Möglichkeit kollektiver Streiterledigung von gleichgelagerten Fällen, welche eine Vielzahl von Privatkunden in ähnlicher Weise betreffen. In Ergänzung zur Schaffung der Ombudsstelle wären die angeschlossenen Unternehmen schliesslich zu verpflichten, einen internen Prozess zur Behandlung von Kundenbeschwerden zu definieren.

Standpunkt der FINMA: Die FINMA befürwortet die Schaffung einer obligatorischen Ombudsstelle für sämtliche Finanzdienstleister. Sie erachtet die Stärkung vereinfachter Prozesse zur Streitbeilegung im Zusammenhang mit der Erbringung von Finanzdienstleistungen als geeignetes Mittel, um die Interessen von Privatkunden effizient zu schützen. Gleiches gilt für institutsinterne Prozesse zur Behandlung von Kundenbeschwerden (die im übrigen heute bereits zu einem grossen Teil bestehen). Zur Finanzierung einer Ombudsstelle für Konflikte betreffend Finanztransaktionen und -dienstleistungen wären verschiedene Modelle zu prüfen: So könnten Produzenten und Dienstleister zur Leistung einer jährlichen Gebühr in Abhängigkeit von der Grösse des Instituts oder der Zahl ihrer Kunden verpflichtet werden. Zusätzlich könnte die Ombudsstelle die Institute zur Tragung jener Kosten verpflichten, die ihr aufgrund der Beilegung eines konkreten Konfliktfalls entstehen. Privatkunden hätten hingegen im Streitfall allenfalls eine Grundgebühr, aber sonst keine mit der Streitbeilegung verbundenen Kosten zu tragen. Zu prüfen wäre aber auch, die Kunden gestützt auf eine obligatorische Aufklärung durch die Finanzdienstleister entscheiden zu lassen, ob sie am Ombudsstellensystem teilnehmen wollen. In diesem Fall müssten sie sich durch eine bescheidene jährliche Grundgebühr an deren Kosten beteiligen. Damit würde das Bewusstsein für die Kosten des Systems bei den davon Geschützten gefördert.

## 7.3 Produkteregeln

### a) Ausdehnung der Prospekt- und Informationspflichten

Die schweizerische Prospektpflicht ist nicht für sämtliche Anlageprodukte einheitlich geregelt. Im Gegensatz zur europäischen Regulierung der Prospektanforderungen finden sich die entsprechenden schweizerischen Vorschriften verstreut über mehrere zivil- und aufsichtsrechtliche Erlasse und weisen unterschiedliche inhaltliche Anforderungen auf (Anhang 5). Dieser Umstand erschwert die Vergleichbarkeit von Produkten verschiedener Kategorien und führt zu einer unterschiedlichen Informationsdichte für verschiedene Produkttypen. Die Einführung einer kohärenten und weitgehend produktneutralen Prospektpflicht für Anlageprodukte würde zu einer Verbesserung der Informationsquellen führen, soweit die Prospekte in einfach verständlicher Sprache abgefasst werden und sämtliche wesentlichen (und zutreffenden) Angaben über die Produktecharakteristika, Gewinn- und Verlustaussichten, mit dem Produkt verbundenen Risiken sowie dessen rechtliche Qualifikation enthalten. In diese Richtung zielten bereits die am 30. September 2009 veröffentlichten Strategischen Ziele der FINMA für die Jahre 2010 bis 2012.<sup>119</sup> Mit Inkraftsetzung der Prospektrichtlinie wurde im europäischen Rechtsraum zumindest für Wertpapiere wie Aktien, Obligationen, Derivate oder Strukturierte Produkte eine weitgehend kohärente Prospektpflicht geschaffen. Eine vergleichbare **Vereinheitlichung der Prospektpflicht** – und damit eine Angleichung an geltende internationale Standards – sollte auch in das schweizerische Recht Eingang finden.

Um Verzögerungen bei der Aufsetzung neuer Produkte zu vermeiden, könnte den Produzenten bestimmter Produktkategorien die Verwendung eines vorgängig geprüften Basisprospekts für eine Vielzahl ähnlicher Produkte erlaubt werden.<sup>120</sup> Bei der Überprüfung der Prospekte wäre zudem für gewisse Produktkategorien die Einführung einer stichprobenweisen Prüfung ex post<sup>121</sup> oder die Auslagerung der präventiven Prospektkontrolle an eine privatrechtliche Organisation wie die SIX Swiss Exchange<sup>122</sup> denkbar.

Die Einführung einer solchen weitestgehend vereinheitlichten Prospektpflicht hätte sich auch auf Strukturierte Produkte zu beziehen. Die unter geltendem Recht emittierten vereinfachten Prospekte gemäss Art. 5 KAG geben zwar die wesentlichen Parameter der jeweiligen Produkte wieder. Sie enthalten jedoch kaum Informationen über den Emittenten selbst und geben keinen Einblick in die Details der Produktstruktur. Gestützt auf die bestehenden rechtlichen und faktischen Besonderheiten im Versicherungsgeschäft und die zurzeit vorherrschende internationale Praxis wäre eine solche vereinheitlichte Prospektpflicht allerdings eher nicht auf Versicherungsprodukte auszudehnen.

Neben dem oben beschriebenen Bedürfnis nach einer vereinheitlichten Prospektpflicht ist zu berücksichtigen, dass es Kunden ohne besonderes Fachwissen oft schwer fällt, relevante Informationen in einer ausführlichen Prospektokumentation zu finden. Prospekte könnten somit zusätzliche Aussagekraft gewinnen, wenn die Anleger in einem gesonderten Dokument oder einer dem Hauptprospekt vorangehenden Zusammenfassung auf die zentralen Produktecharakteristika und -risiken hingewiesen würden.<sup>123</sup> Gemäss einer Initiative der Europäischen Kommission sollen Privatkunden für sämtliche für sie relevante, zusammengesetzte Finanzprodukte in einem standardisierten Dokument über die grundlegenden Anlegerinformationen aufgeklärt werden („Packaged Retail Investment Products

PRIPs“). Gefördert werden soll dabei insbesondere die Vergleichbarkeit verschiedener Produktkategorien:

#### **Vertiefung 8: Anlageprodukte für Retailanleger („Packaged Retail Investment Products PRIPs“)**

Mit einer Mitteilung vom 30. April 2009 informierte die europäische Kommission das Parlament über regulatorische Fragestellungen, die sich im Zusammenhang mit dem Vertrieb von zusammengesetzten Produkten an Retailanleger ergeben. Als zusammengesetzte Finanzprodukte bezeichnete die Mitteilung Produkte mit den folgenden Eigenschaften:

- „Sie sind zwar mit dem Risiko des Basiswerts verbunden, aber in indirekter Form, so dass das Risiko nicht das gleiche ist wie beim Direktbesitz,
- ihre Hauptfunktion ist die Vermögensbildung, wenngleich einige von ihnen unter Umständen auch der Kapitalerhaltung dienen,
- sie stellen im Allgemeinen auf den mittel- bis langfristigen Retail-Markt ab und
- sie werden direkt an Retailanleger vertrieben, können aber auch an versierte Anleger verkauft werden“.<sup>124</sup>

Als Beispiele solcher Produkte führte die Mitteilung u.a. Investmentfonds, strukturierte Wertpapiere für Retailanleger oder Anlagen in Form von Lebensversicherungen an. Die Mitteilung wies auf den Umstand hin, dass **zusammengesetzte Finanzprodukte mit ähnlichen Eigenschaften gemäss geltendem Recht unter materiell verschiedenen rechtlichen Vorschriften vertrieben** werden können. In ihrem „Update on Commission Work on Packaged Retail Investment Products“ vom 16. Dezember 2009 kam die Kommission u.a. zu den folgenden vorläufigen Ergebnissen:

- Die Vorschriften betreffend Produkteinformation sollen typenübergreifend ausgestaltet werden, um die Vergleichbarkeit verschiedener Produkte zu erleichtern.
- Die MiFID-Vorschriften über Verhaltensregeln beim Vertrieb von Finanzprodukten sollen – u.U. in angepasster Form – für den Vertrieb sämtlicher zusammengesetzter Finanzprodukte gelten.<sup>125</sup>

In seinem „Report of the 3L3 Task Force on Packaged Retail Investment Products (PRIPs)“ vom 6. Oktober 2010 konkretisierte das Committee of European Securities Regulators (CESR) das weitere Vorgehen. Insbesondere hielt CESR fest, dass sich die standardisierte Produkteinformation für zusammengesetzte Finanzprodukte eng an den Vorschriften über wesentliche Anlegerinformationen bei OGAW ausrichten wird und in Einklang mit den weiterhin geltenden Prospektvorschriften zu stehen hat.<sup>126</sup>

Die Einführung einer solchen **produkteneutralen und standardisierten Information über die wesentlichen Eigenschaften von zusammengesetzten Finanzprodukten (Produktbeschreibung)** würde auch schweizerischen Privatkunden die Beurteilung und den Vergleich verschiedener Produkte erleichtern. Der Anwendungsbereich dieser Informationspflicht hätte sich dabei auf sämtliche für Privatkunden relevante Finanzprodukte zu erstrecken, die sich aus verschiedenen Bausteinen zusammensetzen und deren Bewertung für den Privatkunden dadurch erschwert wird. Auch zusammengesetzte Versicherungsprodukte – wie etwa fondsgebundene Lebensversicherungen – wären diesem Regime zu unterstellen.

Bei der Umsetzung dieses Ansatzes könnte an die bereits bestehenden Vorschriften für vereinfachte Prospekte gemäss Art. 5 KAG, die Anforderungen eines vereinfachten Prospekts für kollektive Kapitalanlagen nach Art. 76 KAG oder die vorvertraglichen Informationspflichten aus Art. 3 VVG angeknüpft werden. Zusätzlich müsste sichergestellt sein, dass die Anlegerinformation eine Etikettierung des fraglichen Produkts und eine nach vereinheitlichten Kriterien berechnete Darstellung der Gewinnaussichten sowie der Risiken des Produkts und deren Korrelation enthielte.<sup>127</sup> Verstärkte Beachtung wäre ausserdem der Verständlichkeit der Informationen zu schenken. Die übermässige Verwendung von Fachausdrücken oder die Verfassung der Dokumente ausschliesslich in englischer Sprache sollte nicht mehr erlaubt sein. Gerade Privatkunden müssten vor dem eigentlichen Kaufentscheid Zugang zu den standardisierten Informationen haben. Zu begrüssen wäre daher die zwingende Abgabe dieser Produktebeschreibungen durch die Vertrieber am Point of Sale (Abschnitt 7.4).

Schliesslich müsste für sämtliche Produkte eine **angemessene Folgepublizität** gewährleistet sein. Dies könnte mittels einer Aktualisierungspflicht der Prospekte oder durch die Pflicht zur Publikation relevanter Änderungen auf einer leicht zugänglichen Plattform erreicht werden. Gerade für strukturierte Produkte sieht das Gesetz zurzeit keine ausreichende Pflicht zu einer fortlaufenden und umfassenden Information der Anleger vor. Insbesondere für aktiv verwaltete Produkte erscheint dieses Fehlen aktualisierter Informationen unbefriedigend.

Standpunkt der FINMA: Die FINMA unterstützt den Ausbau und die Vereinheitlichung der geltenden Prospektspflichten für Finanzprodukte. Zusätzlich befürwortet sie die Einführung einer Pflicht zur standardisierten, produkteneutralen und klar verständlichen Kundeninformation bei zusammengesetzten Finanzprodukten. Schliesslich weist sie auf die zentrale Funktion einer laufenden Aktualisierung der entsprechenden Informationen hin. Bei der Umsetzung solcher Pflichten wäre den bestehenden, teils unterschiedlichen Geschäftsmodellen der Anbieter Rechnung zu tragen. Zudem bietet die elektronische Geschäftswelt Möglichkeiten, wiederkehrende Druck- und Versandkosten zu vermeiden, indem bspw. eine elektronische Informationsplattform eingerichtet wird.

## b) Bewilligungspflicht für Produkte

Unter geltendem Recht werden nur wenige Produkttypen vor ihrem öffentlichen Vertrieb durch eine Aufsichtsbehörde geprüft und genehmigt. Eine Mehrzahl von Finanzprodukten wird ohne behördliche Prüfung emittiert und vertrieben (Anhang 5). Diese Stossrichtung soll durch die Gesetzgebung beibehalten werden. Die FINMA ist gemäss ihren Strategischen Zielen bestrebt, den Schutz von Gläubigern, Anlegern und Versicherten sowie die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte durch eine Stärkung der prudentiellen Aufsicht und deren Wirkung auf den Kundenschutz zu erreichen. Die Schaffung oder Aufrechterhaltung von Produktbewilligungspflichten ist grundsätzlich systemfremd und daher nur ausnahmsweise zu erwägen.<sup>128</sup>

Unbestritten ist die Notwendigkeit einer Genehmigungspflicht für den Fondsvertrag resp. die Statuten und das Fondsreglement **kollektiver Kapitalanlagen**. Insbesondere würde die Abschaffung der bestehenden Produktbewilligung die Schweiz international „ins Abseits stellen“, wie bereits der Erläuterungsbericht zur Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds festhielt.<sup>129</sup> Zusätzlich ermächtigen die Anleger mit dem Erwerb von Anteilen an kollektiven Kapitalanlagen die Fondsleitung, das Fondsvermögen im Rahmen der festgelegten Anlageparameter nach eigenem Ermessen und



ohne vorgängige Rücksprache mit den Anlegern zu verwalten. Der Gesetzgeber hat sicherzustellen, dass die Vorgaben zur Verwaltung des Anlagevermögens bereits im Zeitpunkt der Gründung einer kollektiven Kapitalanlage den detaillierten gesetzlichen Vorschriften entsprechen.

Eine grundlegend andere Ausgangslage liegt in Bezug auf **Strukturierte Produkte** gemäss Art. 5 KAG vor: Diese Produkte begründen eine Forderung des Produktkäufers gegenüber dem Emittenten des Strukturierten Produkts. Der Emittent verwaltet während der Laufzeit des Produkts somit nicht das Vermögen eines Dritten – d.h. des Produktkäufers – sondern kann über die einbezahlte Summe grundsätzlich nach eigenem Ermessen und ohne jegliche Restriktion verfügen. Die Anleger werden gestützt auf Art. 5 Abs. 2 Bst. c KAG ausdrücklich auf diesen Umstand hingewiesen. Die Einführung einer Produktebewilligungspflicht für Strukturierte Produkte erscheint daher im Grundsatz nicht angebracht. Eine differenzierte Betrachtungsweise könnte allenfalls für jene Strukturierten Produkte eingenommen werden, die unter einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise die Eigenschaften einer kollektiven Kapitalanlage replizieren. Um das gesunkene Vertrauen der Anleger in die Sicherheit Strukturierter Produkte wiederherzustellen, gehen Produkteentwickler zunehmend dazu über, Strukturierte Produkte durch sogenannte Special Purpose Vehicles zu emittieren und Sicherheiten für die Investitionen der Produktkäufer zu stellen. Werden solche Produkte zusätzlich einer aktiven Verwaltung unterstellt, so hat ein Produktkäufer – trotz rechtlich abweichender Struktur – eine ähnliche Stellung wie wenn er in eine kollektive Kapitalanlage investieren würde. Mit der Einführung einer Bewilligungspflicht für solche Produkte wäre deren Emission jedoch erheblichen Verzögerungen unterworfen und die zeitnahe Entwicklung von innovativen und gleichzeitig verhältnismässig sicheren Produkten würde weitgehend unterbunden.

Gestützt auf diese Erwägungen hält die FINMA ein Verbot dieser fondsähnlichen Produkte oder deren Unterstellung unter eine Produktebewilligungspflicht nicht für angezeigt. Die Anleger sind vielmehr durch andere Massnahmen – insbesondere anlässlich des eigentlichen Produkteerwerbs am Point of Sale (Abschnitt 7.4) – über die mit den Produkten verbundenen Risiken aufzuklären. Zusätzlich ist sicherzustellen, dass die Produktkäufer ihre Anlagen auch während der Laufzeit der Produkte zu angemessenen Preisen wieder abstossen können. Die Einführung von genau definierten Marketmakingpflichten für Emittenten – unter Sicherstellung einer fairen Preisbildung – könnte die Position von Produkteinhabern wesentlich verbessern.

Ein erhöhter Schutzbedarf für Privatkunden besteht auch bei **Versicherungsverträgen**, die besonders sensitive Bereiche im Leben der Versicherten betreffen. Das geltende Recht trägt diesem Umstand bei der Versicherung von Risiken in der beruflichen Vorsorge und in der Zusatzversicherung zur sozialen Krankenversicherung Rechnung, indem es in Art. 4 Abs. 2 Bst. r VAG eine Bewilligungspflicht für die entsprechenden Tarife und Allgemeinen Versicherungsbedingungen statuiert. Für die übrigen Versicherungszweige wurde 2003 im Rahmen der Revision des VAG bewusst auf eine präventive Kontrolle der Prämientarife und der Allgemeinen Versicherungsbedingungen verzichtet. Nach Auffassung der FINMA ist diese Stossrichtung beizubehalten.

Standpunkt der FINMA: Gestützt auf die vorangehenden Überlegungen stuft die FINMA eine Ausdehnung der bestehenden Produktebewilligungspflichten nicht als geeignete Massnahme zur Behebung der in Abschnitt 6.2 erörterten Probleme ein. Insbesondere hält sie an ihrer in den Strategischen Zie-

len formulierten Stossrichtung fest, wonach sie sich für eine mittelfristige Aufhebung der präventiven Produktkontrolle einsetzt.

### c) Beeinflussung der Produktpalette

Eine radikale Massnahme zum Schutz gewöhnlicher Kunden bestünde im Verbot, gewisse Produkte überhaupt an Privatkunden zu vertreiben. Dies könnte zum einen mittels „weisser Listen“ erlaubter Produkte erreicht werden, die entweder durch die FINMA oder durch jeden einzelnen Anbieter erstellt würden.<sup>130</sup> Zum anderen wäre auch die Einführung zwingender „schwarzer Listen“ mit für Privatkunden verbotenen Produkten<sup>131</sup> oder die Zertifizierung bestimmter Produkte als „Produkte mit Eignung für Privatkunden“ denkbar. Eine derartige Beeinflussung der Produktpalette für gewöhnliche Anleger brächte jedoch eventuell verschiedene Nachteile mit sich: So könnte bei einer konsequenten Einführung solcher Beschränkungen einer grossen Gruppe von Anlegern der Zugang zu bestimmten Produkten verwehrt bleiben.<sup>132</sup> Zudem ist eine abstrakte Kategorisierung von Finanzinstrumenten in angemessene und nicht adäquate Produkte mitunter schwierig: Produkteanlagen können regelmässig nicht losgelöst von der Anlagestrategie eines konkreten Anlegers beurteilt werden. Es erscheint daher grundsätzlich vielversprechender, eine solche Produktetriage am Point of Sale vorzunehmen (dazu sogleich).

Standpunkt der FINMA: Die FINMA erachtet eine Beeinflussung der Produktpalette mittels der oben erwogenen Möglichkeiten nicht als für sie im Vordergrund stehende Handlungsoption, um die in Kapitel 6 geschilderten Probleme zu lösen. Sie lädt Finanzdienstleister jedoch ein, solche Überlegungen institutsintern anzustrengen und umzusetzen – was teilweise bereits der aktuellen Praxis entspricht.

## 7.4 Verhaltensregeln am Point of Sale

### a) Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung am Point of Sale

Bereits unter geltendem Recht unterstehen Vermögensverwalter und Anlageberater der zivilrechtlichen Pflicht zur Prüfung, ob ein bestimmtes Produkt oder eine konkrete Finanzdienstleistung für einen Kunden geeignet ist. Allerdings nehmen diese auftragsrechtlich geschuldeten Pflichten nur zum Teil auf die spezifischen Verhältnisse im Rahmen von Beratungs- oder Portfolio-Management-Prozessen Bezug. Schliesslich fehlt ausserhalb der auftragsrechtlichen Kundenbeziehungen ein klarer Pflichten-katalog für Finanzdienstleister (Anhang 5).

Eine aufsichtsrechtliche Konkretisierung der Leistungspflichten von Einheiten am Point of Sale bzw. – je nach Blickrichtung – Point of Purchase könnte allfällige Unsicherheiten der Vertragsparteien in dieser Hinsicht beseitigen. Für den Wertpapierhandel unter dem Anwendungsbereich der MiFID existieren bereits detaillierte aufsichtsrechtliche Vorgaben für Verhaltenspflichten am Point of Sale:

#### Vertiefung 9: Verhaltensregeln am Point of Sale gemäss MiFID

Anders als das schweizerische Recht hat das EU-Recht auch die Verhaltenspflichten für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder die Ausübung von Anlagetätigkeiten unter der MiFID ein-



heitlich geregelt.<sup>133</sup> Insbesondere sind Wertpapierfirmen verpflichtet, Interessenkonflikte zu vermeiden,<sup>134</sup> ihre Kunden redlich, eindeutig und nicht irreführend zu informieren und sich bei den Kunden über deren Kenntnisse und Erfahrungen bezüglich der abzuschliessenden Geschäfte oder Wertpapierdienstleistungen zu erkundigen.<sup>135</sup> Im Rahmen dieser Erkundigungspflicht müssen die Firmen ihre Kunden als gewöhnliche oder professionelle Kunden kategorisieren.<sup>136</sup> Professionelle Kunden können sich allerdings auf Antrag als nicht-professionelle Kunden einstufen lassen. Die Richtlinie verzichtet darauf, bestimmte Finanztransaktionen für gewisse Kundengruppen generell zu untersagen. Gestützt auf die durch den Kunden erteilten Informationen hat die Wertpapierfirma jedoch bei von Kunden selbst gewünschten **Transaktionen** die Angemessenheit („Appropriateness“) der Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen für den Kunden zu beurteilen. Bei professionellen Kunden kann die Wertpapierfirma anlässlich dieser Angemessenheitsprüfung davon ausgehen, dass sie über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die mit dem Geschäft einhergehenden Risiken zu erfassen. Gelangt die Wertpapierfirma zum Ergebnis, dass ein Produkt nicht angemessen ist für einen bestimmten Kunden, so hat sie den Kunden zu warnen. Falls der Kunde nicht bereit ist, der Wertpapierfirma die für eine Angemessenheitsprüfung erforderlichen Informationen zu erteilen, muss diese ihn darüber informieren, dass sie keine solche Prüfung vornehmen kann.<sup>137</sup>

Wertpapierfirmen, deren Wertpapierdienstleistungen sich auf die Ausführung von Kundenaufträgen („Execution Only“-Geschäfte) oder die reine Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen beschränken, können bei Vorliegen der Voraussetzungen nach Art. 19 (6) der MiFID auf die Durchführung einer Prüfung der „Appropriateness“ verzichten. Die Bestimmung verlangt, dass das Geschäft auf Veranlassung des Kunden durchgeführt wird und es sich um nicht komplexe Finanzinstrumente handelt. Die Wertpapierfirma muss den Kunden zudem darüber informieren, dass sie für das fragliche Geschäft keine Prüfung vornimmt. Allerdings unterstehen die Finanzdienstleister auch für diese Geschäfte den in der Richtlinie statuierten Zulassungs- und Wohlverhaltenspflichten.

Für **Vermögensverwalter und Anlageberater** statuiert die MiFID strengere Erkundigungspflichten als für die übrigen Wertpapierfirmen. Als Anlageberater gemäss MiFID qualifiziert, wer gewerbsmässig eine persönliche Empfehlung an eine bestimmte Person richtet.<sup>138</sup> Portfolio-Management liegt nach der MiFID vor, wenn Portfolios auf Einzelkundenbasis und mit einem Ermessensspielraum im Rahmen eines Kundenmandats verwaltet werden und diese Portfolios ein oder mehrere Finanzinstrumente enthalten.<sup>139</sup> Im Rahmen ihrer Anlageberatungs- oder Vermögensverwaltungstätigkeit dürfen sich Wertpapierfirmen nicht auf eine Angemessenheitsprüfung beschränken. Vielmehr müssen sie sich beim Kunden über seine Kenntnisse und Erfahrung, seine finanziellen Verhältnisse und seine Anlageziele erkundigen und gestützt auf diese Informationen beurteilen, ob bestimmte Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente für diesen Kunden passend („suitable“) sind.<sup>140</sup> Bei professionellen Kunden im Sinne der MiFID dürfen Vermögensverwalter und Anlageberater davon ausgehen, dass sie bezüglich der Produkte, Geschäfte und Dienstleistungen, für die sie als professionelle Kunden eingestuft sind, über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Erhält ein Vermögensverwalter oder ein Anlageberater die für eine Eignungsprüfung erforderlichen Informationen nicht, so darf er dem Kunden keine Wertpapierdienstleistungen oder Finanzinstrumente empfehlen.<sup>141</sup>

Ähnliche Pflichten zur Kundenkategorisierung und zur anschliessenden Beurteilung der Geeignetheit oder Angemessenheit eines Finanzprodukts oder einer -dienstleistung für den betreffenden Kunden könnten auch Eingang in die schweizerische Rechtsordnung finden. Dabei wären die Pflichten nach

der Art der erbrachten Dienstleistung zu differenzieren. Einheiten, die eine **Anlageberatung** oder ein **Portfolio-Management** für einen Kunden vornehmen, müssten vor Erbringen der eigentlichen Dienstleistung zu einer sogenannten Geeignetheitsprüfung („Suitability“-Prüfung) verpflichtet werden. Dabei müssten sie zunächst im Dialog mit dem Kunden dessen Bedürfnisse erfassen und dessen Kenntnisse, Erfahrungen, Vermögenssituation und Ziele abklären. Gestützt auf diese Abklärungen stünden das Risikobewusstsein des Kunden fest wie auch seine (subjektive) Risikobereitschaft und (objektive) Risikofähigkeit. Mit Blick auf das entsprechende Risikoprofil des Kunden müsste der Dienstleister schliesslich konkret die Geeignetheit einer spezifischen Investition prüfen, was auch Fragen der Risikosteuerung beinhaltet.

Wird ein Kunde nicht persönlich über ein bestimmtes Produkt oder eine konkrete Finanzdienstleistung beraten und findet kein Portfolio-Management statt, so kann der Erbringer einer solchen **„sonstigen Dienstleistung“** resp. eines solchen **„beratungsfreien Geschäfts“** am Point of Sale nicht zu einer umfassenden „Suitability“-Prüfung verpflichtet werden. In Anlehnung an die Vorgaben der MiFID wäre er jedoch zu verpflichten, zumindest die Angemessenheit der Investition zu prüfen („Appropriateness“-Test). Für diese Prüfung müsste er weder die Ziele noch die Vermögenssituation des Kunden kennen, sondern könnte sich auf dessen Kenntnisse und Erfahrungen im betreffenden Markt stützen.<sup>142</sup> Bei reinen **„Execution Only“-Geschäften**, bei denen der Dienstleister am Point of Sale einzig die Abwicklung eines Geschäfts vornimmt, ohne den Kunden über das konkrete Produkt zu informieren oder mit einem Produkt auf einen Kunden zuzugehen, könnte auch die Pflicht zu einer Angemessenheitsprüfung entfallen, falls der Kunde vorgängig entsprechend informiert würde. Die Qualifikation eines Geschäfts als „Execution Only“ dürfte jedoch nur erfolgen, wenn der Dienstleister keine – insbesondere auch keine freiwillige oder unverbindliche – Beratungsleistung erbringt und nicht aktiv auf den Kunden zugegangen ist.

Standpunkt der FINMA: Die FINMA erachtet die Einführung kohärenter Verhaltenspflichten für sämtliche Einheiten am Point of Sale – insbesondere auch für Anlageberater und Vermögensverwalter – als das Kernstück zur Verbesserung des Schutzes von un- oder beschränkt erfahrenen Privatkunden beim Erwerb von Finanzprodukten oder der Inanspruchnahme entsprechender Dienstleistungen. Dies war denn auch eines der Ergebnisse der FINMA-Untersuchungen in den Fällen Madoff und Lehman.<sup>143</sup> Nur wer einem Kunden am Point of Sale (u.U. auch nur virtuell) gegenübersteht – sei es auch als blosser Vertreter –, ist in der Lage, nach Rücksprache mit dem Kunden Fragen der Geeignetheit oder Angemessenheit zugeschnitten auf die konkrete Situation richtig einzuschätzen. Produzenten können dies nicht; sie können aber abstrakte Ausführungen zum Profil des mit Blick auf ein bestimmtes Produkt typischen Anlegers vornehmen.<sup>144</sup> Die Schaffung solcher Regeln ist jedoch nur sinnvoll, wenn dabei zugleich geklärt wird, ob ihre Einhaltung zumindest punktuell überprüft wird (vgl. Abschnitt 7.5) und ob sie zivilrechtlich durchsetzbar sind (vgl. Abschnitt 7.6). Was allfällige Umsetzungskosten anbelangt, so ist in Erinnerung zu rufen, dass bei Vorliegen eines zivilrechtlichen Auftragsverhältnisses eine Eignungsprüfung bereits geschuldet ist. Die Einführung einer Angemessenheitsprüfung bei „beratungsfreien Geschäften“, insbesondere bei zivilrechtlichen Kaufverträgen, dürfte demgegenüber bei Finanzdienstleistern, welche die entsprechenden MiFID-Vorgaben bis anhin noch nicht (freiwillig) umgesetzt haben, zu grösseren Umsetzungskosten führen. Inwieweit darüber hinaus auch Opportunitätskosten anfallen würden, ist schwieriger auszumachen: Wird einem Kunden ein günstigeres, aber passenderes Produkt vermittelt, wird er eher erneut Produkte nachfragen als wenn er realisiert, dass ihm ein teureres, aber weniger passendes Produkt „angedreht“ wurde. Kunden dürften einen Para-

digmenwechsel von rein produkteorientierten Verkaufsgesprächen zu lösungsorientierten Beratungsgesprächen durchaus zu schätzen wissen.

#### **b) Erhöhte Aufklärungspflichten vor Vertragsschluss**

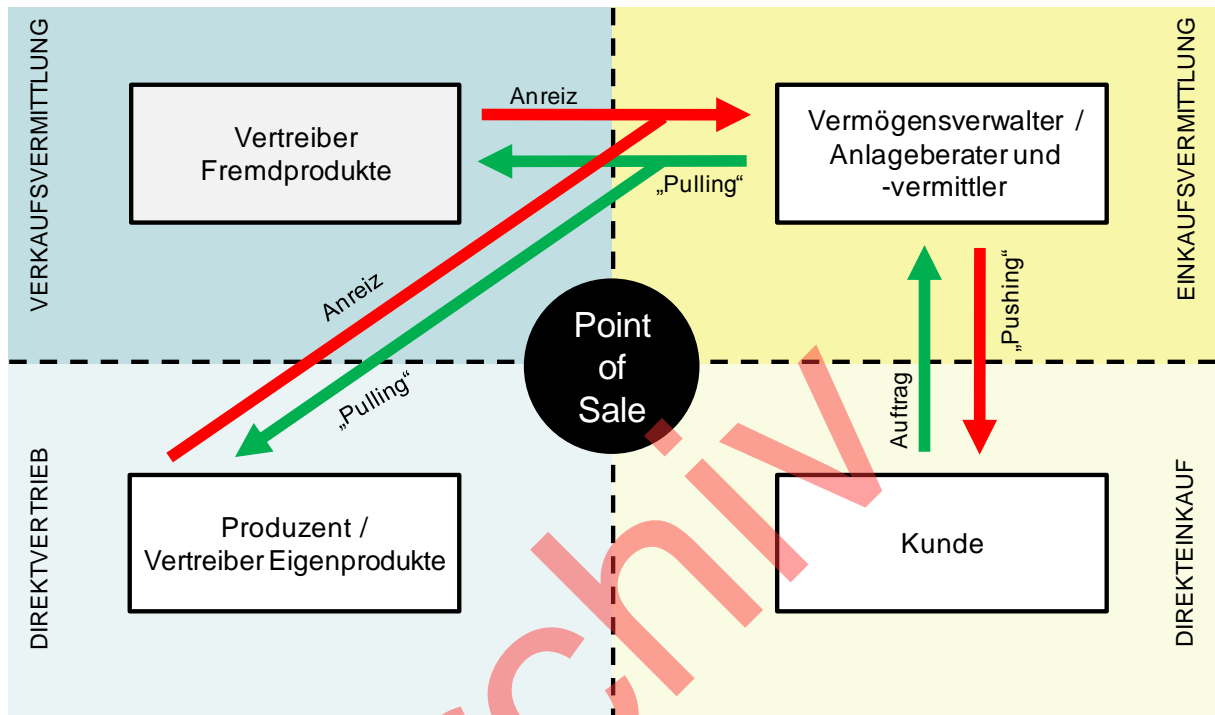
Unter geltendem Recht ist für Kunden von Finanzdienstleistungen und -transaktionen nicht immer klar ersichtlich, welche Funktion ihre Kontaktperson am Point of Sale einnimmt. Insbesondere ist gerade Retailkunden oft nicht bewusst, dass eine „Beratung“ über verschiedene Anlageoptionen nicht immer nur die Kundeninteressen berücksichtigt, sondern zugleich auch die Verkaufsbemühungen eines bestimmten Produzenten unterstützen kann. Retailkunden ist zudem regelmässig nicht klar, in welchem Ausmass die Performance bestimmter Produkte durch nach deren Kauf anfallende Kosten beeinträchtigt wird. Schliesslich besteht bisweilen auch keine Einigkeit über die geschuldete Leistung von Beratern. Die mögliche Palette von „Beratungs“-Dienstleistungen ist erheblich. Zwischen Kunde und Dienstleister sollte daher vor Vertragsschluss klar festgehalten werden, welche Leistungen gestützt auf das Vertragsverhältnis geschuldet sind. Bedarf für erhöhte Aufklärungspflichten am Point of Sale besteht nach Meinung der FINMA insbesondere in den im Folgenden geschilderten Bereichen:

#### **c) Klare Informationen über den Dienstleister und dessen Leistungen**

Das gegenwärtige Aufsichts- und Zivilrecht kennt bereits verschiedene vorvertragliche Aufklärungspflichten. Allerdings könnte eine Konkretisierung und Vereinheitlichung insbesondere der folgenden Aspekte zu einem verbesserten Schutz für Kunden von Finanzdienstleistungen führen: Für die Vertragsparteien muss bereits vor der Durchführung der eigentlichen Beratungs- oder Verkaufshandlungen klar sein, welche vertraglichen Leistungen gestützt auf das konkrete Vertragsverhältnis geschuldet werden. Zum Schutz beider Parteien sollte dies in schriftlicher Form festgelegt werden (vgl. unten, Abschnitt g)). Zugleich hätte der Dienstleister seine Kunden vor Abschluss eines Vertrags über seine eigene Rolle aufzuklären und dem Kunden Informationen über sein Unternehmen und seine Qualifikationen zu unterbreiten. So wäre etwa bei der Versicherungsvermittlung – wie zivilrechtlich geplant – anzugeben, ob man Versicherungsagent oder -makler ist und – wie nach geltendem Aufsichtsrecht – welchen Bindungen man unterliegt. Im Rahmen dieser vorvertraglichen Aufklärungspflichten müssten auch potentielle oder aktuelle Interessenkonflikte aufgedeckt werden:

#### **d) Aufdecken von Interessenkonflikten**

Die Wahrung von Kundeninteressen kann durch vertragliche Beziehungen mit Dritten und insbesondere durch Vertriebsvergütungen beeinträchtigt werden. Erhält ein Beauftragter von einem Produkthanbieter – sei es ein aussenstehender Dritter oder eine andere Einheit im Unternehmen oder Konzern – Vergütungen oder andere vermögenswerte Vorteile, die an den Absatz von Produkten geknüpft sind, birgt dies Interessenkonflikte. Es besteht die Gefahr, dass aus der angepriesenen Einkaufsvermittlung eine versteckte Verkaufsvermittlung wird.<sup>145</sup> Statt „Pulling“ durch den Beauftragten an Stelle und im Interesse des Kunden kommt es zum „Pushing“ durch Produktehersteller oder -vertreiber mittels des (vom Kunden!) Beauftragten:

**Abbildung 2: Kundenbezogenes „Pulling“ – Vertriebsbezogenes „Pushing“**


**Standpunkt der FINMA:** Um hier für mehr Transparenz zu sorgen, sollten die in Rz 13 und 27 ff. FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ aufgestellten Grundsätze für andere Dienstleistungen auf der Einkaufsseite übernommen werden, v.a. für die Anlageberatung und die Versicherungsmakelei.<sup>146</sup> Gleiches muss nach Meinung der FINMA aber auch für die Verkaufsseite gelten. Dass das Verkaufspersonal einer eingeschränkten Produktpalette unterliegt und klar vertriebsorientiert entschädigt wird, ist kein stichhaltiger Grund gegen die Transparenz: Zum einen ist wie oben erwähnt die Zuordnung gerade von „Beratern“ zur Verkaufs- oder Einkaufsseite für Kunden mitunter schwierig. Zum anderen ist es für Kunden auch wichtig zu wissen, welche Produktkategorien a priori höhere Entschädigungen abwerfen als andere (z.B. Strukturierte Produkte und fondsgebundene Lebensversicherungen gegenüber Indexfonds und gewöhnlichen Lebensversicherungen).<sup>147</sup> Auch hier ist mit Umsetzungskosten zu rechnen, welche aber bspw. mit standardisierten Informationen für Angaben ex ante reduziert werden könnten. Für die meisten Angaben ex post besteht im Anwendungsbereich des Auftragsrechts bereits eine Rechenschaftspflicht.

#### e) Vertiefte Aufklärung über Produkte und Anlagestrategien

Für Effektenhändler statuiert Art. 11 BEHG bereits unter geltendem Recht eine Informationspflicht der Kunden über die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken. Nach Art. 20 KAG haben Bewilligungsträger gemäss KAG angemessen über die von ihnen verwalteten kollektiven Kapitalanlagen zu informieren. Ähnliche Aufklärungspflichten betreffend die angebotenen Produkte und deren Risiken sollten durch sämtliche Dienstleister am Point of Sale unabhängig von ihrem Status als Effek-

tenhändler oder Bewilligungsträger gemäss KAG abgegeben werden müssen. Insbesondere im Rahmen eines Anlageberatungs- oder Vermögensverwaltungsmandats steht der Kunde in der Regel nur mit dem Berater oder dem Manager seines Portfolios in unmittelbarem Kontakt.

Standpunkt der FINMA: Gestützt darauf liegt es nahe, Dienstleistern am Point of Sale (bzw. Point of Purchase) entsprechende Aufklärungspflichten aufzuerlegen. Bei Fragen oder Unklarheiten sollte der Kunde dabei jederzeit bei seiner Kontaktperson weitere Informationen einholen können. Wie bereits unter Art. 11 BEHG müssten sich die Informationspflichten dabei nicht auf das konkrete Produkt beziehen, sondern könnten sich auch auf eine Aufklärung über die fragliche Anlageform beschränken. Zu beachten ist allerdings, dass ein Dienstleister am Point of Sale grundsätzlich nur Produkte vermitteln sollte, die für den konkreten Privatkunden geeignet oder zumindest angemessen sind (vgl. oben, Abschnitt a)).

#### **f) Erhöhte Kostentransparenz**

Für Kunden ist entscheidend, welche Rendite mit einem Produkt oder einer Dienstleistung nach Kosten, Steuern etc. tatsächlich erreicht wird. Anders als die Produzenten von Produkten können Dienstleister am Point of Sale regelmässig beurteilen, mit welchen effektiven Kosten die Kunden anlässlich und nach dem Erwerb eines bestimmten Produkts zu rechnen haben. Gerade die nach dem Produkteerwerb anfallenden Kosten werden unter geltendem Recht nicht für sämtliche Produkte transparent dargelegt und können unerfahrene Marktteilnehmer daher über das Ausmass der erwarteten Produkteperformance täuschen. Die Einführung einer Aufklärungspflicht über die durch einen Produktekauf sowie während der Laufzeit des Produkts anfallenden Kosten könnte übersetzte Renditeerwartungen mindern und würde zusätzliche Transparenz über die Interessen der verschiedenen Dienstleister herbeiführen.

Standpunkt der FINMA: Die FINMA befürwortet eine erhöhte Transparenz über die für Kunden relevanten Kostenfaktoren (inkl. Steuern). Soweit solche Kosten vorgängig nicht bezifferbar sind (insb. weil sie gegenüber Dritten anfallen), sollte wenigstens ein Hinweis erfolgen, dass diese Kosten möglicherweise anfallen werden. Der Kunde wäre zudem im Rahmen eines Beratungsmandats auch über vergleichbare Anlagemöglichkeiten mit geringerem Kostenfaktor zu informieren. Ebenfalls angebracht erscheint eine Konkretisierung von bereits zivilrechtlich geschuldeten Rechenschaftspflichten, namentlich was die Performance anbelangt. Kunden sollten im übrigen nicht nur über die möglicherweise fliessenden Vertriebsvergütungen aufgeklärt werden, sondern auch über die tatsächlich erhaltenen Beträge (vgl. oben, Abschnitt d)).

#### **g) Erweiterte Dokumentationspflichten**

Sowohl die unter Abschnitt a) erörterten Erkundigungspflichten wie auch die in Abschnitt b) ff. erwähnten vorvertraglichen Aufklärungspflichten verbessern die Stellung der Kunden nur dann, wenn im Streitfall nachgewiesen werden kann, dass der Finanzdienstleister einen Teil dieses Pflichtenhefts verletzt hat. Gerade im Rahmen von Beratungsverhältnissen stehen einer Durchsetzung von Schadenersatzansprüchen regelmässig erhebliche Beweisschwierigkeiten entgegen. Diese Probleme beruhen oft auf dem Umstand, dass die Finanzdienstleister die Erfüllung ihrer Pflichten nur unzureichend

dokumentiert haben. Die Einführung von Dokumentationspflichten könnte einen Beweis der Haftungsvoraussetzungen in zivilrechtlichen Verfahren erheblich erleichtern. Denkbar wäre etwa die Einführung einer Dokumentationspflicht des Risikoprofils des Kunden samt der Gründe, die zu einer konkreten Empfehlung ihm gegenüber geführt haben (Risiken, Gewinnaussichten, Kosten etc. von Produkten).

Möglich wäre auch die standardisierte Aufzeichnung von telefonisch geführten Beratungs- oder Kaufgesprächen.<sup>148</sup> Ausserhalb von Beratungsverhältnissen wäre zumindest schriftlich festzuhalten, welche Leistungen Gegenstand der vertraglichen Vereinbarung bilden. Die entsprechenden Dokumente müssten durch die Dienstleister während einer bestimmten Zeitspanne auch nach Erbringen der vertraglichen Leistung aufbewahrt werden.

Standpunkt der FINMA: Die FINMA hält die Einführung klarer Dokumentationspflichten grundsätzlich für eine notwendige Grundlage zur Durchsetzung der Aufklärungs- und Erkundigungspflichten am Point of Sale. Die gesetzliche Statuierung einer eigentlichen Protokollierungspflicht von Beratungsgesprächen erachtet sie jedoch als wenig tauglich, um die Kunden in effektiver Weise vor Beweisschwierigkeiten zu schützen. Erfahrungen in anderen Rechtsordnungen haben gezeigt, dass Protokollpflichten durch Finanzdienstleister nicht selten zu einer Stärkung ihrer eigenen Position verwendet werden. Die Kunden können sich kaum gegen ein oberflächliches oder ungenaues Protokoll zur Wehr setzen. Die Protokolle werden zudem durch Vertreter des Finanzdienstleisters angefertigt. Unklarheiten oder Missverständnisse werden somit nur aufgedeckt, wenn der betroffene Kunde das Protokoll unmittelbar nach dessen Ausfertigung genau überprüft. Von einer solchen lückenlosen und kritischen Durchsicht der Protokolle kann jedoch im Allgemeinen nicht ausgegangen werden.<sup>149</sup>

## 7.5 Kohärenter Ansatz zur Aufsicht über Finanzdienstleister

Wie unter Abschnitt 6.4 erwähnt, besteht nach der geltenden Regulierung keine einheitliche Aufsicht über die verschiedenen Finanzdienstleister am Point of Sale. Die Ausführungen in Abschnitt 6.3 und 7.4 haben gezeigt, dass der Schutz von Privatkunden nur ausreichend gewährleistet werden kann, wenn für den Point of Sale einheitliche Verhaltensregeln eingeführt und durchgesetzt werden. Gerade zur Verhinderung oder Aufdeckung von Interessenkonflikten erscheint die Einführung bestimmter Minimalvorgaben – wie sie im FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ für Vermögensverwalter im Anwendungsbereich des Rundschreibens bereits bestehen – erforderlich. Die Schaffung solcher Regeln ist jedoch nur sinnvoll, wenn dabei zugleich geklärt wird, ob ihre Einhaltung zumindest punktuell überprüft. Vor diesem Hintergrund vermag die gegenwärtige Ausgestaltung der Aufsicht über Finanzdienstleister nicht zu überzeugen.

### a) Registrierungspflicht mit punktueller Überprüfung

Unter geltendem Recht bestehen für nicht beaufsichtigte Finanzdienstleister – insbesondere für Anlageberater und solche externen Vermögensverwalter, die nicht unter den Anwendungsbereich des FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ fallen – keine besonderen organisatorischen Vorgaben. Nicht beaufsichtigte Finanzdienstleister müssen bisher auch keinen Nachweis ihrer Fachkompetenz erbringen.



### Vertiefung 10: Regulierung der Vermögensverwaltung

Von den beaufsichtigten Banken betreiben gut 200 fast ausschliesslich das Vermögensverwaltungsgeschäft und knapp 300 verfügen nebst ihrer Bewilligung als Bank auch über eine Effektenhändlerbewilligung.<sup>150</sup> Für zahlreiche weitere einschliesslich der beiden Grossbanken als grösste Vermögensverwalter in der Schweiz bildet die Vermögensverwaltung ein wesentliches Standbein. Die Schweiz hält einen Anteil von rund 30% am weltweiten grenzüberschreitenden Vermögensverwaltungsgeschäft und der Wertschriftenbestand in Kundendepots betrug 2009 über 4'500 Mrd. Franken, wovon über 1'200 Mrd. Franken auf Privatkunden entfielen (Firmenkunden: CHF 432 Mrd.; institutionelle Anleger: CHF 2'814 Mrd.). Vom Wertschriftenbestand von über 4'500 Mrd. Franken insgesamt werden Schätzungen zufolge ca. 15% durch zwischen 2'800 und 3'600 externe Vermögensverwalter betreut.<sup>151</sup>

Die Vermögensverwaltungstätigkeit als solche ist in der Schweiz – abgesehen von der Geldwäschereigesetzgebung (und der Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen) – nicht bewilligungspflichtig. Verhaltensregeln (deren Einhaltung geprüft wird) gelten für prudenziell Beaufsichtigte sowie einzelne externe Vermögensverwalter. Dagegen fehlt bei externen Vermögensverwaltern eine flächendeckende Beaufsichtigung inklusive Berufshaftpflichtversicherungserfordernis o.ä.<sup>152</sup> Die vom Bundesrat eingesetzte Expertenkommission ZIMMERLI führte in ihrem III. Teilbericht „Erweiterung der prudenziellen Aufsicht“ vom Februar 2005 diverse Gründe für wie auch gegen eine Unterstellung externer Vermögensverwalter auf und sprach sich eher skeptisch aus.<sup>153</sup> Der Bundesrat folgte dieser Skepsis in der Folge und verzichtete auf eine flächendeckende Regulierung und Beaufsichtigung der externen Vermögensverwalter.<sup>154</sup> Dies widerspricht einem älteren Anliegen der SBVg.<sup>155</sup> Sie sieht in der ungenügenden Regulierung und Beaufsichtigung externer Vermögensverwalter Wettbewerbsverzerrungen zu Lasten der Banken und Effektenhändler. Zudem bestehe eine Lücke im Reputationsschutz des Finanzplatzes.

Mit der Einführung von zwingenden Anforderungen an die Aus- und Weiterbildung sowie die Erfahrung der für die Erbringung der Finanzdienstleistung zuständigen Personen würde zumindest eine rudimentäre Eintrittsschwelle zur Erbringung von Dienstleistungen auf dem Finanzmarkt erreicht.<sup>156</sup> Entsprechende Anforderungen wie auch eine Kontrolle der Einhaltung der in Abschnitt 7.4 skizzierten Erkundigungs- und Informations- sowie weiteren Verhaltenspflichten können nur durch eine zumindest punktuelle Überprüfung und die damit einhergehende Verstärkung der Aufsicht im nicht prudenziellen Bereich erfolgen. Um keine allzu rigide und kostenintensive Aufsicht über die Einheiten am Point of Sale zu errichten, könnte dabei unterschieden werden zwischen den bereits prudenziell beaufsichtigten Point-of-Sale-Einheiten sowie jenen Dienstleistern, die zurzeit noch keiner prudenziellen Aufsicht unterworfen sind:

### Vertiefung 11: Beaufsichtigung und Registrierung von Finanzdienstleistern

Die Finanzmarktregulierung behält einzelne Angebote und Tätigkeiten bewilligten und laufend überwachten Instituten vor und knüpft die Bewilligungen an strenge **Bewilligungsvoraussetzungen**. Dies gilt für Banken und Versicherer wie auch etwa für Effektenhändler, Fondsleitungen und Vermögensverwalter schweizerischer Kollektivanlagen. Mit der Bewilligungspflicht sind prudenzielle Vorschriften, d.h. Aufsichtsregeln für die Finanzdienstleister sowie die **Beaufsichtigung** durch die FINMA verbunden.<sup>157</sup> Diese **prudenziellen Vorschriften** betreffen Fragen wie Organisation oder Fachkunde und Integrität der Organe oder andere Geschäftsführungsregeln vielfältigster Art etwa zu Kapital, Eigenmit-



tel und Risikoverteilung sowie Liquidität. Für Bank- und Effektenhändlerkunden erwähnenswert ist zudem die vorgesehene Einlagensicherung sowie die Vermittlerfunktion des Bankenombudsmann. Bei Versicherungen müssen die gesetzlich verlangten Rückstellungen durch ein sog. gebundenes Vermögen jederzeit gedeckt werden und es haben sich diverse Versicherer der Ombudsstelle für Privatversicherungen oder für Krankenversicherungen angeschlossen. Bei offenen Kollektivanlagen bestehen gesetzliche Anlagevorschriften. Zu den prudentiellen Vorschriften treten je nach Geschäftsfeld **geldwäschereirechtliche Pflichten** sowie **Verhaltensregeln**. Letztere fokussieren nicht Solvenz-, Liquiditäts- und verwandte Fragestellungen, sondern solche des geschäftlichen Umgangs mit Kunden.<sup>158</sup> Dabei handelt es sich vor allem um Treue-, Informations- und Sorgfaltspflichten. Für Vermögensverwalter ausländischer Kollektivanlagen besteht die Möglichkeit einer **freiwilligen Unterstellung** unter das Bewilligungs- und Aufsichtsregime für Vermögensverwalter schweizerischer Kollektivanlagen.<sup>159</sup> **Neu** wäre denkbar, zusätzlich zum bestehenden Regime einerseits Aus- und Weiterbildungspflichten bei Point-of-Sale-Einheiten zu konkretisieren und andererseits weiteren Finanzdienstleistern (zur Erleichterung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen) eine freiwillige Unterstellung zu ermöglichen, sofern genügend hohe Standards eingehalten werden.

Anders als die soeben erwähnten Finanzdienstleister (d.h. Banken, Versicherer u.a.) werden die „**übrigen**“ **Finanzdienstleister nicht von der FINMA prudentiell beaufsichtigt**,<sup>160</sup> selbst wenn sie – wie Vertriebsträger – eine „Bewilligung“ erhalten haben oder sich – wie ungebundene Versicherungsmittler – in ein Register eintragen lassen müssen. Grundsätzlich nicht geprüft wird demnach, ob die Finanzdienstleister Verhaltenspflichten gegenüber ihren Kunden nachkommen. Eine Ausnahme gilt für jene externen Vermögensverwalter, die gestützt auf Art. 6 Abs. 2 KKV den von der FINMA anerkannten Verhaltensregeln einer Branchenorganisation unterstehen und entsprechend kontrolliert werden. Zudem haben solche „übrigen“ Finanzdienstleister die **geldwäschereirechtlichen Pflichten** einzuhalten, sofern sie im Sinne von Art. 2 Abs. 3 GwG als „Finanzintermediäre“ berufsmässig fremde Vermögenswerte annehmen, aufbewahren oder helfen, sie anzulegen oder zu übertragen. Dazu haben sie sich einer Selbstregulierungsorganisation (SRO) anzuschliessen oder sich der GwG-Aufsicht durch die FINMA zu unterstellen (sog. direkt unterstellte Finanzintermediäre, DUFI). **Neu** könnte eine Registrierung für sämtliche „übrigen“ Finanzdienstleister verlangt werden, insb. für externe Anlageberater und Vermögensverwalter.<sup>161</sup> Voraussetzungen für eine solche Registrierung sollten u.a. ein guter Leumund (Strafregister- und Betreibungsregisterauszug), das Vorliegen von geeigneten organisatorischen Vorkehrungen zur Verhinderung von Interessenkonflikten und der Nachweis eines gewissen Kenntnis- und Erfahrungsstands im Bereich der zu erbringenden Finanzdienstleistungen sein.<sup>162</sup> Ob die Voraussetzungen für die Registrierung vorhanden wären, würde grundsätzlich einmal geprüft.<sup>163</sup> Zu einer laufenden Beaufsichtigung käme es nicht.<sup>164</sup> Eine zusätzliche Absicherung der Kundeninteressen sollte bei diesen nicht prudentiell beaufsichtigten Finanzdienstleistern aber durch die Pflicht zum Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung erreicht werden. Zum einen würde damit eine minimale Hürde zur Aufnahme der Vermögensverwaltungs- oder Beratungstätigkeit im Finanzbereich geschaffen. Zum andern könnten Kunden bei Vertragsverletzungen auf die Versicherungsleistung zurückgreifen und wären nicht ausschliesslich auf die Liquidität des Beraters oder Vermögensverwalters angewiesen. Als Alternative zu einer Berufshaftpflichtversicherung wären auch angemessene eigene, liquide Mittel denkbar. In jedem Fall zusätzlich zu dieser Registrierung bedarf es wie erwähnt auch hier spezifischer Erkundigungs- und Informations- sowie weiterer Verhaltenspflichten samt einer mindestens punktuellen Überprüfung. Zudem müsste bei Verstössen aufsichtsrechtlich eingeschritten werden.

Standpunkt der FINMA: Die FINMA ist der Auffassung, dass eine konsistente Implementierung von Verhaltens- und Informationspflichten am Point of Sale nur möglich ist, wenn sämtliche Finanzdienstleister die erwähnten Anforderungen betreffend Organisation und Ausbildung erfüllen und die Einhaltung der Pflichten durch die Aufsichtsbehörde oder mandatierte Dritte zumindest punktuell überprüft wird. Gleichzeitig ist jedoch von einer übermässigen Regulierung der Einheiten am Point of Sale abzusehen. Ein Grossteil der zurzeit nicht beaufsichtigten Vermögensverwalter und Anlageberater sind Betriebe mit wenigen Mitarbeitern. Die Auferlegung von umfassenden Pflichten und regelmässigen Berichterstattungen an die Aufsichtsbehörde stünde in einem Missverhältnis zu den dadurch gewonnenen Vorteilen. Gestützt auf diesen Umstand begrüsst die FINMA die in der Vertiefung 11 skizzierte mögliche neue Zweiteilung der Dienstleister in solche, die einer umfassenden prudentiellen Aufsicht unterstehen, und Einheiten, welche nur einer Registrierungspflicht sowie punktuellen Überprüfungsmaßnahmen unterstellt werden.

#### **b) Klare Bezeichnungen**

Die Bezeichnung (der Dienstleistungen) nicht beaufsichtigter Finanzdienstleister wird durch das geltende Recht nicht geregelt. Zudem gelten sämtliche Dienstleister, „die nach den Finanzmarktgesetzen eine Bewilligung, eine Anerkennung, eine Zulassung oder eine Registrierung der Finanzmarktaufsichtsbehörde benötigen“, als durch die FINMA beaufsichtigt.<sup>165</sup> Diese ungenaue Verwendung von Begriffen kann (nicht nur) bei Privatkunden zu Missverständnissen führen.

Standpunkt der FINMA: Die FINMA unterstützt die Einführung klarer Bezeichnungen für Finanzdienstleister. Insbesondere erscheint eine Einschränkung der Verwendung von Bezeichnungen wie „frei“, „ungebunden“, „unabhängig“ usw. auf solche Dienstleister als gerechtfertigt, die weder vertraglich noch gesellschaftsrechtlich oder mittels Vergütungen mit bestimmten Produkteanbietern verbunden sind.<sup>166</sup> Mit der Einführung klarer Vorgaben zur Verwendung dieser Bezeichnungen könnte u.U. auch ein Anreiz zur Einführung einer unabhängigen Honorarberatung der Kunden geschaffen werden. Weiter müsste terminologisch zwischen prudentiell beaufsichtigten und nur registrierungspflichtigen Einheiten unterschieden werden (vgl. oben, Abschnitt a)).

#### **c) Bewilligungspflicht mit dauernder Aufsicht durch die FINMA oder eine Selbstregulierungs- oder Branchenorganisation**

Neben der oben vorgeschlagenen Registrierungspflicht und der klaren Bezeichnung bestimmter Dienstleister und Dienstleistungen könnte die Einführung einer Bewilligungspflicht mit dauernder Aufsicht für sämtliche Finanzdienstleister erwogen werden. Auch die bisher keiner Aufsicht unterstellten Finanzdienstleister müssten diesfalls vor der Aufnahme ihrer Tätigkeit durch die FINMA bewilligt und während ihrer Existenz einer dauernden Beaufsichtigung durch die FINMA oder mandatierte Dritte unterstellt werden.

Standpunkt der FINMA: Wie bereits unter Abschnitt a) erörtert, erachtet die FINMA eine solche umfassende Aufsicht angesichts des damit verbundenen Aufwands nicht für verhältnismässig. In diesem Punkt strebt sie daher auch nicht die vollumfängliche Übernahme der unter MiFID geltenden Zulassungs- und Überwachungsvorschriften für Wertpapierfirmen an.

### Vertiefung 12: Zulassungspflichten gemäss MiFID

Anders als das schweizerische Recht hat das EU-Recht die Zulassungspflichten für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder die Ausübung von Anlagetätigkeiten unter der MiFID einheitlich geregelt.<sup>167</sup> Gemäss Art. 5 MiFID bedarf „die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder die Ausübung von Anlagetätigkeiten als übliche berufliche oder gewerbliche Tätigkeit der vorherigen Zulassung“ durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates.<sup>168</sup> Die Zulassung bezeichnet die Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten, welche die Wertpapierfirma erbringen und ausüben darf, und setzt die Einhaltung bestimmter organisatorischer Vorschriften voraus.<sup>169</sup> Insbesondere müssen Wertpapierfirmen angemessene organisatorische Massnahmen treffen, um zu verhindern, dass Kundeninteressen durch Interessenkonflikte geschädigt werden. Wertpapierfirmen müssen zudem über eine ordnungsgemässe Verwaltung, interne Kontrollmechanismen sowie Vorkehrungen zur Risikobewertung verfügen. Weiter haben Wertpapierfirmen die unter Vertiefung 9 beschriebenen Verhaltenspflichten einzuhalten. Sie unterstehen schliesslich einer laufenden Überwachung durch die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten.<sup>170</sup>

Gestützt auf Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie können die einzelnen Mitgliedstaaten die reine Vermittler- und Beratungstätigkeit betreffend übertragbare Wertpapiere oder Anteile an kollektiven Kapitalanlagen vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausnehmen.

## 7.6 Durchsetzung von Ansprüchen

Die FINMA ist nicht zuständig für eine zivilrechtliche Beurteilung von Vereinbarungen zwischen Finanzdienstleistern und ihren Kunden. Streitigkeiten zwischen den beiden Parteien werden statt dessen regelmässig durch zivilrechtliche Instanzen beurteilt. Die Stellung von Privatkunden kann somit nicht nur mit aufsichtsrechtlichen Mitteln, sondern auch mit einer Neuregulierung bestimmter zivilrechtlicher Fragen erreicht werden. Die folgenden Ausführungen zeigen mögliche Regulierungsoptionen auf, die sich auf eine erleichterte zivilrechtliche Bewältigung von Streitigkeiten über Finanzdienstleistungen und -transaktionen beziehen.

### a) Beweislastumkehr im Streitfall

Die Voraussetzungen für eine Durchsetzung von Haftungsansprüchen können durch die Betroffenen bisweilen nur schwer nachgewiesen werden. Die damit verbundenen Unsicherheiten halten Kunden manchmal sogar von einer gerichtlichen Geltendmachung ihrer Ansprüche ab. Beweislastschwierigkeiten stellen sich für Kunden beispielsweise bei Prospekten und im Rahmen von Vermögensverwaltungs- und Beratungsmandaten. Hier könnte grundsätzlich eine Umkehr der Beweislast erwogen werden. Denkbar wären auch partielle Beweislasterleichterungen, etwa durch die Einführung einer Verschuldensvermutung zu Lasten der für die Prospekterstellung verantwortlichen Personen.<sup>171</sup>

## b) Rücktritts- und Kündigungsrecht

Bei Beratungsgesprächen werden Kunden oft mit einer Vielzahl ihnen unbekannter Produkte konfrontiert. Zudem ist es ihnen anlässlich dieser Gespräche kaum möglich, Prospekte sowie andere Produktunterlagen zu lesen und zu vergleichen. Infolge des massiven Informationsvorsprungs der Berater und Verkäufer kann es durchaus vorkommen, dass Kunden sich für den Kauf eines Produkts entscheiden, das sie bei genauerer Betrachtung nicht erworben hätten.<sup>172</sup>

Art. 40a ff. OR statuieren ein allgemeines Widerrufsrecht für sogenannte Haustürgeschäfte. Ein Widerruf ist gemäss diesen Bestimmungen jedoch nicht möglich, wenn der Kunde die Vertragsverhandlungen ausdrücklich gewünscht hat oder wenn das Gespräch in den Geschäftsräumen des Anbieters oder Dienstleisters stattfindet.<sup>173</sup> Zudem sind Versicherungsverträge vom Anwendungsbereich der Art. 40a ff. OR ausgenommen.<sup>174</sup> Mit der Einführung eines spezifischen Rücktritts- oder Kündigungsrechts für Verträge über Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen würden Kunden zusätzlich gegen übereilte Vertragsschlüsse geschützt.<sup>175</sup> Es ist allerdings fraglich, ob eine solche Sonderbehandlung der Kunden vor dem Hintergrund von Art. 40a ff. OR ausreichend gerechtfertigt wäre. Zudem könnte die Einführung eines erweiterten Rücktritts- oder Kündigungsrechts für Finanzprodukte oder -dienstleistungen auch zu Schwierigkeiten in der Berechnung des Rücknahmepreises führen.<sup>176</sup> Vor dem Hintergrund dieser Umstände ist aus Sicht der FINMA auf eine Ausdehnung bestehender Rücktritts- und Kündigungsrechte zu verzichten.

## c) Inhaltskontrolle von Formularverträgen und Allgemeinen Geschäftsbedingungen

Das schweizerische Recht beurteilt Allgemeine Geschäftsbedingungen anhand der Unklarheiten- sowie der Ungewöhnlichkeitsregel.<sup>177</sup> Weiter qualifiziert Art. 8 des Bundesgesetzes gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG)<sup>178</sup> den Einsatz missbräuchlicher Geschäftsbedingungen als unlauteres Handeln. Anders als ausländische Rechtsordnungen kennt das schweizerische Recht jedoch keine umfassende gerichtliche Inhaltskontrolle.<sup>179</sup> Die Einführung eines solchen Instituts könnte in spezifischen Konstellationen auch Kunden auf dem schweizerischen Finanzmarkt vor weitreichenden Enthauptungsklauseln oder anderen für sie nachteiligen Vertragsbestimmungen schützen. Demgegenüber lehnt es die FINMA ab, eine vorgängige Genehmigung oder nachträgliche flächendeckende Prüfungen von Allgemeinen Geschäftsbedingungen selbst durchzuführen. Die Frage, ob eine Inhaltskontrolle von Formularverträgen und Allgemeinen Geschäftsbedingungen stattfinden soll oder nicht, wäre sinnvollerweise auch nicht für den Finanzsektor gesondert zu beantworten, sondern im Hinblick auf sämtliche zivilrechtlichen Geschäfte zu klären.<sup>180</sup>

## d) Kostengünstige Gerichtsverfahren

Eine weitere Möglichkeit, um die verfahrensrechtlichen Hürden zur Durchsetzung von Haftungsansprüchen aus Verträgen über Finanzprodukte oder -dienstleistungen zu mindern, bestünde in einer Herabsetzung oder gänzlichen Abschaffung der mit einem Gerichtsverfahren verbundenen Prozesskosten. Gemäss Art. 106 der neuen Schweizerischen Zivilprozessordnung (ZPO) werden die Prozesskosten grundsätzlich der unterliegenden Partei auferlegt.<sup>181</sup> Ist im Einzelfall eine Auferlegung der Prozesskosten nicht gerechtfertigt, erhält das Gericht in Art. 107 ZPO das Ermessen, von den allgemei-

nen Verteilungsgrundsätzen abzuweichen. Ein solches Abweichen wird u.a. erlaubt, „wenn eine Partei in guten Treuen zur Prozessführung veranlasst war“ oder „wenn andere besondere Umstände vorliegen, die eine Verteilung nach dem Ausgang des Verfahrens als unbillig erscheinen lassen“. Diese Billigkeitsnorm könnte je nach Gerichtspraxis bei ungleichen wirtschaftlichen Kräfteverhältnissen greifen. Eine zusätzliche Regelung zur Reduktion der Verfahrenskosten für Privatkunden in zivilrechtlichen Streitigkeiten scheint daher nicht angezeigt.<sup>182</sup>

#### e) Sammelklagen

Von unrichtigen oder irreführenden Prospektangaben ist in der Regel eine Vielzahl von Anlegern betroffen. Es wird daher bisweilen argumentiert, dass durch die Einführung einer Sammelklage bspw. für Prospekthaftungsansprüche erhebliche verfahrensrechtliche Erleichterungen erreicht werden könnten.<sup>183</sup> Die schweizerische ZPO kennt das Institut der Sammelklage nicht – dafür aber die Möglichkeit einer Streitgenossenschaft oder Klagenhäufung, welche u.a. reduzierte Gerichtskosten zur Folge haben.<sup>184</sup> Auf die Einführung des Instruments einer eigentlichen „Sammelklage“ hat der schweizerische Gesetzgeber bis anhin bewusst verzichtet.<sup>185</sup> Insbesondere erachtete er es als „dem europäischen Rechtsdenken fremd, dass jemand ungefragt für eine grosse Zahl von Menschen verbindlich Rechte wahrnehmen darf, ohne dass sich die Berechtigten als Parteien am Prozess beteiligen“.<sup>186</sup> Gestützt darauf sind Sammelklagen vor schweizerischen Gerichten nicht in Erwägung zu ziehen. Die kollektive Wahrnehmung von Anlegerinteressen kann über die klassischen Institute der Streitgenossenschaft sowie der Klagenhäufung erfolgen. Jedoch scheint der FINMA die Möglichkeit kollektiver Streiterledigung im Zusammenhang mit einem Ombudsstellenobligatorium prüfenswert (vgl. Abschnitt 7.2).

Standpunkt der FINMA: Massnahmen für eine nachträgliche verbesserte Aufarbeitung von Kundenbeziehungen – wie die im Abschnitt 7.6 erwähnten – können die präventive Verhinderung von Missbräuchen oder Fehlentwicklungen durch aufsichtsrechtliche Massnahmen nicht ersetzen. Massnahmen auf Stufe Zivilrecht stehen daher aus Sicht der FINMA zur Lösung der in Kapitel 6 dargestellten Problemfelder nicht im Vordergrund. Eventuell könnten sie aber eine punktuell sinnvolle Ergänzung der (bestehenden und erwogenen) aufsichtsrechtlichen Schutzmechanismen bilden.

### 7.7 Mehr Kohärenz in der Regulierung des grenzüberschreitenden Vertriebs von ausländischen Finanzprodukten in die Schweiz

#### a) Produkteneutraler Regulierungsansatz

Wie bereits unter Abschnitt 6.6 geschildert, unterscheiden sich die Regeln für den grenzüberschreitenden Vertrieb von ausländischen Finanzprodukten in die Schweiz erheblich. Diese produktespezifischen Differenzierungen vermögen nicht zu überzeugen. So ist insbesondere auch für Kunden auf dem schweizerischen Finanzmarkt nur schwer ersichtlich, in welchem Umfang ausländische Produkte vor ihrem Vertrieb in die Schweiz durch die schweizerische Aufsichtsbehörde geprüft werden und inwiefern die Produkte sich den schweizerischen Standards anpassen müssen. Gestützt auf diese Überlegungen befürwortet die FINMA auch in dieser Frage die Einführung eines produkteneutralen Regulierungsansatzes. Entsprechend würde für sämtliche ausländischen Finanzprodukte einheitlich festgelegt, welche Voraussetzungen für einen Vertrieb in die Schweiz erfüllt sein müssen.



## b) Einführung zwingender Reziprozitätserfordernisse

Ausländische Rechtsordnungen kennen für die Zulassung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen und -produkte regelmässig strengere Hürden als die schweizerische Rechtsordnung. Dies kann u.U. zu einer Benachteiligung inländischer Finanzdienstleister führen. Die FINMA erachtet es jedoch nicht als angebracht, den Zutritt zum schweizerischen Finanzmarkt generell und zwingend von einer reziproken Regelung des betreffenden Staates abhängig zu machen. Vielmehr ist sie bemüht, grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen mittels zwischenstaatlicher Vereinbarungen zu fördern.<sup>187</sup> Durch die Einführung kohärenter Verhaltensregeln am Point of Sale gemäss den Abschnitten 7.4 und 7.5 könnte der schweizerische Finanzplatz eine wichtige Voraussetzung zur Ermöglichung solcher Vereinbarungen schaffen. Auch unter diesem Aspekt ist eine engere Anlehnung an die durch MiFID vorgegebenen Verhaltenspflichten anzustreben.

Standpunkt der FINMA: Es bedarf eines kohärenten produkteneutralen Ansatzes zur Regulierung des grenzüberschreitenden Angebots aus dem Ausland, welcher Kunden in der Schweiz unabhängig der Produktkategorie oder Dienstleistung das erforderliche Schutzniveau bietet (oben, Abschnitt a)).

## 7.8 Orientierung an oder Übernahme der EU-Vertriebs- und Produktregeln

Die vorangehenden Ausführungen haben gezeigt, dass die europäischen Vorschriften bereits eine einheitliche Regulierung für viele Bereiche der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten kennen. Gestützt auf die enge wirtschaftliche Verflechtung des schweizerischen Finanzplatzes mit Dienstleistern und Kunden aus den europäischen Regulierungen unterworfenen Staaten könnte eine Übernahme oder wenigstens eine konsequente Ausrichtung an den bestehenden europäischen Vorschriften zu erheblichen Erleichterungen für Schweizer Finanzdienstleister im grenzüberschreitenden Geschäft mit der EU führen. Zu bedenken ist allerdings, dass eine vollständige Deckungsgleichheit die kontinuierliche Anpassung bestehender Vorschriften an Änderungen in der europäischen Regulierung nach sich ziehen würde. Zudem könnte die Schweiz auch bei einem Nachvollzug europäischer Rechtsvorschriften nur beschränkt von der Vereinheitlichung der Rechtsvorschriften profitieren. So ist es Anbietern schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen trotz weitgehender Übereinstimmung der schweizerischen Vorschriften mit der europäischen OGAW-Regulierung bisher nicht möglich, eine sogenannte europäische Einheitslizenz für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen auf den europäischen Finanzmärkten zu erlangen.

Standpunkt der FINMA: Unter Berücksichtigung dieser Umstände erachtet die FINMA eine ungeprüfte Übernahme europäischer Produkte- und Vertriebsvorschriften nicht als erstrebenswert. Vielmehr begrüsst sie eine Orientierung an diesen Vorschriften, soweit sie für die Schweiz auch unter einer materiellen Betrachtungsweise sinnvoll erscheinen. Die Vereinheitlichung der Verhaltenspflichten am Point of Sale könnte sich gestützt auf die Ausführungen unter Abschnitt 7.4 weitgehend an den Standards der europäischen MiFID ausrichten. Auch die Produktregulierung (vgl. Abschnitt 7.3) wäre unter Berücksichtigung der europäischen Massstäbe auszugestalten. Umgekehrt sollte jedoch die Beaufsichtigung der am Point of Sale tätigen Finanzdienstleister gestützt auf die unter Abschnitt 7.5 erwähnten Gründe nicht vollständig an die europäische Regelung angepasst werden.



## 7.9 Verstärkte Kundenausbildung

Auf die unter Abschnitt 7.4 beschriebene Ausdehnung der Verhaltens- und Informationspflichten von Finanzdienstleistern könnte eventuell verzichtet werden, wenn sich die Kenntnisse gerade der Privatkunden über die auf dem Markt erhältlichen Produkte erheblich verbessern würden. Dabei müsste man sich von der Hypothese leiten lassen, dass die Kunden bei besserem Verständnis – und dem Willen, die erforderliche Zeit aufzubringen – zunehmend selbst die Finanzmärkte und verschiedenen Produkte erschliessen könnten, so dass die in Kapitel 6 geschilderten Probleme mit der Zeit geringer würden. Es bräuchte dann nicht zwingend mehr Regulierung.<sup>188</sup> Als Folge davon würde es wohl auch weniger Finanzdienstleister auf der Einkaufsberatungsseite geben. Umgekehrt müsste es zu einem vermehrten Angebot an „Discount-Brokern“ etc. kommen.

Standpunkt der FINMA: Zwar erachtet die FINMA die Stärkung des Wissens von Privatkunden als wünschenswert. Es ist allerdings nicht zu erwarten, dass der Kenntnisstand von Privatkunden auch mittels intensiver Weiterbildungsbemühungen auf einen Stand gebracht werden kann, der die Kunden weitgehend unabhängig vom Verhalten der Dienstleister am Point of Sale werden lässt.<sup>189</sup> Insbesondere könnte eine zeitnahe Beschaffung sämtlicher relevanten Informationen für Privatkunden infolge ihrer verhältnismässig geringen Marktmacht auch bei einem hohen Ausbildungsgrad kaum gewährleistet werden. Dazu kommt die Schwierigkeit, dass die meisten Privatkunden nicht die Zeit aufbringen möchten, um sich selbst in vertiefter Weise mit der Vermögensanlage auseinanderzusetzen.<sup>190</sup> Aus diesem Grund steht die FINMA, wie in ihren Strategischen Zielen festgehalten, der Durchführung von Programmen zur Ausbildung von Kunden in Finanzangelegenheiten skeptisch gegenüber.<sup>191</sup>

## 7.10 Fazit

Die FINMA befürwortet demnach folgende **aufsichtsrechtlichen** Handlungsoptionen:

- Einführung einer produkteneutralen **Kundensegmentierung** in qualifizierte und gewöhnliche Kunden samt Wahlmöglichkeit „to opt in“ oder „to opt out“ (Abschnitt 7.1):

Die Segmentierung könnte in Bezug auf Produktregeln insbesondere im Rahmen der unter Abschnitt 7.3 erörterten Ausdehnung der bestehenden Prospektpflichten Anwendung finden. So wäre denkbar, die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts auf Finanzprodukte zu beschränken, die auch an gewöhnliche Anleger vertrieben werden sollen. Auf Stufe der Verhaltens- und Organisationsregeln am Point of Sale könnte sich die Kundensegmentierung dahingehend auswirken, dass die unter Abschnitt 7.4 vorgeschlagenen Handlungsoptionen nur auf gewöhnliche Kunden Anwendung finden würden.

- Schaffung einer obligatorischen **Ombudsstelle** für sämtliche Finanzdienstleister sowie institutsinterner Prozesse zur Behandlung von Kundenbeschwerden (Abschnitt 7.2):

Die Ombudsstelle könnte Aussenstellen aufweisen (insb. nach Sprachregionen), sollte aber klar auf einem einheitlichen, branchenübergreifenden Statut fussen. Um eine effektive Konfliktbeilegung zu gewährleisten, könnte der Ombudsstelle auch die Kompetenz zur Entscheidung von Streitigkeiten zugesprochen werden. Denkbar wäre zudem, dass der die Beschwerde vorbringende Kunde bestimmen kann, ob er die Entscheidung der Ombudsstelle für verbindlich erklären will

oder nicht. Prüfwert ist zudem die Möglichkeit kollektiver Streiterledigung von gleichgelagerten Fällen, welche eine Vielzahl von Privatkunden in ähnlicher Weise betreffen.

- Ausbau und Vereinheitlichung von **Prospekt- und Informationspflichten** für Finanzprodukte (Abschnitt 7.3 Bst. a):

Es bedarf einer kohärenten und weitgehend produktneutralen Prospektpflicht für *Anlageprodukte*. Die Prospekte müssen in einfach verständlicher Sprache abgefasst werden und sämtliche wesentlichen (und zutreffenden) Angaben über die Produktecharakteristika, Gewinn- und Verlustaussichten, mit dem Produkt verbundenen Risiken, dessen rechtliche Qualifikation sowie das Profil des typischen Anlegers enthalten. Darüber hinaus sollte zwecks besserer Vergleichbarkeit eine produktneutrale und standardisierte Information über die wesentlichen Eigenschaften von *zusammengesetzten Finanzprodukten* informieren (Produktebeschreibung). Davon unabhängig muss für sämtliche Produkte eine angemessene Folgepublizität gewährleistet sein.

- Produkteneutrale **Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung** am Point of Sale (Abschnitt 7.4 Bst. a):

Die Pflichten wären nach der Art der erbrachten Dienstleistung zu differenzieren. Einheiten, die eine Anlageberatung oder eine mandatsbasierte Vermögensverwaltung für einen Kunden vornehmen, müssten vor Erbringen der eigentlichen Dienstleistung zu einer Geeignetheitsprüfung („Suitability“-Prüfung) verpflichtet werden. Wird ein Kunde nicht persönlich über ein bestimmtes Produkt oder eine konkrete Finanzdienstleistung beraten und findet keine Vermögensverwaltung statt, müsste zumindest die Angemessenheit der Investition geprüft werden („Appropriateness“-Test). Bei reinen „Execution Only“-Geschäften, bei denen der Dienstleister am Point of Sale einzig die Abwicklung eines Geschäfts vornimmt, ohne den Kunden über das konkrete Produkt zu informieren oder mit einem Produkt auf einen Kunden zuzugehen, könnte sogar die Pflicht zu einer Angemessenheitsprüfung entfallen, falls der Kunde vorgängig entsprechend informiert würde.

- Erhöhte **Aufklärungspflichten** vor Vertragsschluss (Abschnitt 7.4 Bst. b) bis e):

Für die Vertragsparteien muss bereits vor der Durchführung einer Finanzdienstleistung klar sein, welche vertraglichen Leistungen gestützt auf das konkrete Vertragsverhältnis geschuldet werden. Zugleich hätte der Dienstleister seine Kunden vor Abschluss eines Vertrags über seine eigene Rolle aufzuklären und dem Kunden Informationen über sein Unternehmen und seine Qualifikationen zu unterbreiten. Dazu gehört auch die Offenlegung (und Eindämmung) von Interessenkonflikten, namentlich durch Vertriebsvergütungen. Schliesslich bedarf es einer vertieften Aufklärung über Produkte und Anlagestrategien.

- Erhöhte **Kostentransparenz** (Abschnitt 7.4 Bst. f):

Die FINMA befürwortet eine erhöhte Transparenz über die für Kunden relevanten Kostenfaktoren (inkl. Steuern). Soweit solche Kosten vorgängig nicht bezifferbar sind (insb. weil sie gegenüber Dritten anfallen), sollte wenigstens ein Hinweis erfolgen, dass diese Kosten möglicherweise anfallen werden. Kunden sollten zudem nicht nur über die möglicherweise fliessenden Vertriebsvergütungen aufgeklärt werden, sondern auch über die tatsächlich erhaltenen Beträge.

- Erweiterte **Dokumentationspflichten** (Abschnitt 7.4 Bst. g):

Die Einführung von Dokumentationspflichten könnte einen Beweis der Haftungsvoraussetzungen in zivilrechtlichen Verfahren erheblich erleichtern. Denkbar wäre etwa die Einführung einer Dokumentationspflicht des Risikoprofils des Kunden samt der Gründe, die zu einer konkreten Empfeh-

lung ihm gegenüber geführt haben (Risiken, Gewinnaussichten, Kosten etc. von Produkten). Möglich wäre auch die standardisierte Aufzeichnung von telefonisch geführten Beratungs- oder Kaufgesprächen.

- Einführung einer **Registrierung** und punktuellen Überprüfung von Verhaltensregeln gegenüber nicht prudentiell beaufsichtigten Finanzdienstleistern samt klaren Bezeichnungen (Abschnitt 7.5 Bst. a) und b)):

Es müssen zwingende Anforderungen an die Aus- und Weiterbildung sowie die Erfahrung der für die Erbringung der Finanzdienstleistung zuständigen Personen eingeführt werden (auch im prudentiellen Bereich). Zudem bedarf es einer entsprechenden Registrierungspflicht für nicht prudentiell beaufsichtigte Finanzdienstleister samt Überprüfung der Einhaltung von Verhaltensregeln. Weiter sind klare Bezeichnungen für Finanzdienstleister vorzusehen. Sofern genügend hohe Standards eingehalten werden, wäre zur Erleichterung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen Schweizer eine freiwillige Unterstellung zu ermöglichen.

- Schaffung einer genügenden Regulierung des **grenzüberschreitenden Vertriebs von ausländischen Finanzprodukten** in die Schweiz (Abschnitt 7.7 Bst. a)):

Es bedarf eines kohärenten produktneutralen Ansatzes zur Regulierung des grenzüberschreitenden Angebots aus dem Ausland, welcher Kunden in der Schweiz unabhängig der Produktkategorie oder Dienstleistung das erforderliche Schutzniveau bietet.

Die FINMA ist überzeugt, dass entsprechende Massnahmen einen positiven Beitrag zum **Kunden- und Reputationsschutz** leisten und gleichzeitig die Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz steigern würden. Es liegt aus Sicht der FINMA auch im Interesse der Anbieter, dass Regulierungslücken geschlossen werden, die es unseriösen Anbietern erlauben, solche Lücken zum Nachteil der in der Schweiz ansässigen Kunden auszunützen. Überdies könnten die Massnahmen auch zu einer Verbesserung des Zutritts zu ausländischen Märkten führen.

Die meisten der befürworteten **aufsichtsrechtlichen** Handlungsoptionen können nur mittels Schaffung neuer gesetzlicher Grundlagen in konsistenter und umfassender Form eingeführt werden. Unter Kapitel 10 unterbreitet das Diskussionspapier einen Policy-Vorschlag für ein kodifizierendes „**Finanzdienstleistungsgesetz**“. Ein solches Gesetzgebungsprojekt bedürfte bis zu seinem Inkrafttreten auch bei Vorliegen eines eindeutigen politischen Willens erfahrungsgemäss aber mehrere Jahre. Schneller könnte und müsste deshalb eine – in ihrem Anwendungsbereich allerdings auf bestimmte bereits prudentiell beaufsichtigte Finanzdienstleister beschränkte – **Verordnung des Bundesrates zu Verhaltenspflichten im Effektenhandel und beim Vertrieb von Kollektivanlagen** realisiert und umgesetzt werden (Kapitel 9). Die FINMA ist zudem bestrebt, gewisse aufgedeckte Mängel im Rahmen ihrer Kompetenzen bereits unter geltendem Recht anzugehen. Kapitel 8 skizziert die durch die FINMA geplanten und erwogenen **aufsichtsrechtlichen Massnahmen**.

## 8 Geplante und erwogene aufsichtsrechtliche Massnahmen durch die FINMA

### 8.1 Einhaltung bestehender Vertriebsregeln als Schwerpunktthema von Aufsicht und Enforcement

Die vertiefte Untersuchung der Vertriebsregeln und Kundenbedürfnisse am Point of Sale haben die hohe Bedeutung der Einhaltung bereits bestehender Verhaltensregeln beim Absatz von Finanzprodukten aufgezeigt. Die FINMA wird daher im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit und ihrer Ressourcen die Einhaltung bestehender Pflichten am Point of Sale vertieft prüfen und wenn erforderlich auch mittels Enforcement durchsetzen. Insbesondere untersucht sie die Einhaltung von Vorgaben in gestützt auf das FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ anerkannten Selbstregulierungen und setzt die ihr zustehenden Aufsichtsinstrumente ein, um bei festgestellten Mängeln die Durchsetzung der geltenden regulatorischen Bestimmungen zu erreichen. Über diese Tätigkeiten wird die FINMA in geeigneter Weise informieren. Denkbar wäre bei schweren Verletzungen aufsichtsrechtlicher Verhaltenspflichten u.a. die Veröffentlichung der entsprechenden Endverfügung.<sup>192</sup>

### 8.2 Stichprobenkontrollen von vereinfachten Prospekten Strukturierter Produkte

Die Umsetzung der Vorgaben aus Art. 5 KAG sowie dessen Konkretisierungen haben in der Vergangenheit immer wieder Anlass zu Diskussionen gegeben. Insbesondere ist unbefriedigend, dass die Prospekte dem Erfordernis der leichten Verständlichkeit für den Durchschnittsanleger<sup>193</sup> regelmässig nicht entsprechen. Die FINMA erwägt deshalb, die Gesetzeskonformität von vereinfachten Prospekten für Strukturierte Produkte mittels Stichproben zu überprüfen. Zwar ist die Behörde gemäss geltender Regulierung weder verpflichtet noch ermächtigt, eine systematische präventive Überprüfung vereinfachter Prospekte vorzunehmen. Entsprechend zieht die FINMA auch keine verbindliche oder freiwillige präventive Prospektkontrolle in Betracht. Gestützt auf ihre Überwachungsfunktion von beaufsichtigten Marktteilnehmern steht es ihr jedoch frei zu untersuchen, ob diese ihre Geschäftstätigkeit unter Berücksichtigung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen ausführen. Auch in diesem Zusammenhang würde die FINMA die Öffentlichkeit in geeigneter Weise über ihre Untersuchungsergebnisse informieren.

### 8.3 Mystery-Shopping

Die FINMA hat gestützt auf das geltende Aufsichtsrecht umfassende Auskunfts- und Editionsrechte. Ebenso kann sie zur Abklärung aufsichtsrechtlich relevanter Sachverhalte sogenannte Untersuchungsbeauftragte einsetzen. Dies würde es nach Auffassung der FINMA auch ohne Änderung der regulatorischen Grundlagen erlauben, Qualitätskontrollen bei Finanzdienstleistern mittels Mystery-Shopping durchzuführen. Bei dieser Form der Prüfung von Beaufsichtigten treten Behördenvertreter oder beauftragte Dritte als Kunden auf und halten fest, wie sie durch die Beaufsichtigten betreut werden. Die FINMA hat in ihrer bisherigen Aufsichtstätigkeit auf den Einsatz von Mystery-Shopping verzichtet. Sie ist jedoch einer künftigen Inanspruchnahme dieses Aufsichtsmittels nicht abgeneigt. Insbesondere könnten mit der Ausführung dieser Untersuchungen auch Dritte beauftragt werden. Allerdings wäre vor der effektiven Umsetzung ein geeignetes Testverfahren zu definieren und gestützt

darauf der Anwendungsbereich zu bestimmen sowie festzulegen, ob und in welchem Ausmass die Ergebnisse aus der Aufsichtstätigkeit mittels Mystery-Shopping veröffentlicht würden.

## 9 Kurzfristige Regulierung: Schaffen einer Verordnung zu den Verhaltenspflichten im Effektenhandel und beim Vertrieb von Kollektivanlagen durch den Bundesrat

Art. 11 BEHG hält für Effekthändler Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten fest. Die Pflichten werden durch die von der FINMA anerkannten „Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes“<sup>194</sup> der SBVg konkretisiert. Art. 20 KAG statuiert für Bewilligungsträger nach KAG sowie ihre Beauftragten ebenfalls Verhaltensregeln. Diese Vorschriften werden durch Art. 31 ff. KKV näher umschrieben. Wie unter Abschnitt 6.3 beschrieben, reichen die bestehenden Konkretisierungen von Art. 11 BEHG und Art. 20 KAG nicht aus, um Privatkunden einen angemessenen Schutz zu gewährleisten. Zum einen erstreckt sich ihr Anwendungsbereich nicht auf sämtliche Finanzdienstleister. Zum anderen enthalten sie jedoch auch keine konsequent umgesetzte Kundensegmentierung<sup>195</sup> und regeln nicht sämtliche Bereiche in der erforderlichen Tiefe.<sup>196</sup> Insbesondere der letztere Mangel könnte durch die teilweise Vereinheitlichung und Vervollständigung der Verhaltensregeln am Point of Sale mittels Schaffung einer Verordnung des Bundesrats verbessert werden. Die Verordnung würde sich auf die erwähnten gesetzlichen Bestimmungen stützen und könnte etwa die Pflichten am Point of Sale für die verschiedenen Geschäftstypen – Vermögensverwaltung, Anlageberatung, Beratungsfreies Geschäft und Execution Only<sup>197</sup> – differenziert festlegen. Auch die Einführung von Ansätzen einer produkteneutralen Kundensegmentierung wäre in diesem Zusammenhang denkbar.

Gegen die Implementierung solcher Vorschriften spricht, dass auch mit diesem Vorgehen nicht sämtliche notwendigen materiellen Verbesserungen erzielt werden könnten. Insbesondere kennt weder Art. 11 BEHG noch Art. 20 KAG die explizite Pflicht zur Vornahme einer Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung am Point of Sale.<sup>198</sup> Die bestehenden Pflichten zur Berücksichtigung individueller Kundenbedürfnisse beim Absatz von Finanzprodukten gründen vielmehr weitgehend im privatrechtlichen Verhältnis zwischen einem Finanzdienstleister und seinem Kunden. Wie bereits erwähnt, wäre die Einführung solcher Verhaltenspflichten auf Verordnungsstufe zudem auf jene Finanzdienstleister beschränkt, die bereits unter geltendem Recht durch die FINMA beaufsichtigt werden. Eine einheitliche Ausgestaltung der Verhaltensregeln sämtlicher Finanzdienstleister könnte nicht erreicht werden. Die Verordnung würde sich schliesslich nur auf Effekten und kollektive Kapitalanlagen sowie die durch das BEHG und das KAG erfassten Geschäftsarten beziehen. Andere Produkttypen oder Dienstleistungen wären nicht unmittelbar von den Verordnungsbestimmungen erfasst. Das Schaffen solcher Rechtsgrundlagen auf Verordnungsstufe kann somit die Entstehung einer umfassenderen rechtlichen Grundlage nicht ersetzen und dürfte deren Entstehung auch nicht verzögern.

Die FINMA befürwortet grundsätzlich eine – auch teilweise – Verbesserung der Regulierung von Verhaltenspflichten am Point of Sale. Sie steht daher der Einführung einer zusätzlichen Konkretisierung der Verhaltenspflichten gestützt auf Art. 11 BEHG und Art. 20 KAG auf Verordnungsstufe nicht entgegen. Die Einführung von klar definierten Verhaltenspflichten für bestimmte Finanzdienstleister und

Produkte könnte zudem indirekt auch eine Konkretisierung der (zivilrechtlichen) Pflichten für andere Finanzdienstleister am Point of Sale unterstützen. Allerdings wäre vor der Implementierung solcher Regeln genau zu prüfen, welche der unter Kapitel 6 erörterten Probleme mit der Einführung einer solchen Regulierung effektiv behoben werden könnten. Insbesondere kann das geforderte Kernstück einer neuen Regelung – Eignungs- und Angemessenheitsprüfungen am Point of Sale – unter den auf Gesetzesstufe geltenden Grundlagen kaum vollständig umgesetzt werden.

## 10 Langfristige Regulierung: Schaffen eines „Finanzdienstleistungsgesetzes“ durch das Parlament

### 10.1 Notwendigkeit

Ein zentrales Element der durch die FINMA vorgeschlagenen Handlungsoptionen besteht in der Einführung von vereinheitlichten Verhaltensregeln am Point of Sale. Die Erbringung von Finanzdienstleistungen kann unter geltendem Recht sowohl durch beaufsichtigte als auch durch keiner Aufsicht unterstellte Dienstleister erfolgen. Der FINMA kommt gegenüber nicht beaufsichtigten Einheiten nur ein beschränktes Instrumentarium zu.<sup>199</sup> Insbesondere kann sie ohne gesetzliche Grundlage auch keine umfassende Ausdehnung aufsichtsrechtlicher Verhaltenspflichten auf nicht ihrer Aufsicht unterstellte Personen und Produkte vornehmen. Die unter Kapitel 8 angekündigten resp. erwogenen Massnahmen würden einen Schritt hin zur Vereinheitlichung der Verhaltensregeln für Finanzdienstleister darstellen. Die FINMA ist zusätzlich bemüht, die Qualität und Verständlichkeit der Produktdokumentationen zu fördern. Weitergehende Massnahmen können jedoch nur mittels Schaffung von entsprechenden gesetzlichen Grundlagen erreicht werden. Die FINMA erachtet somit für eine kohärente Umsetzung der in Kapitel 7 vorgeschlagenen Handlungsoptionen ein Tätigwerden des Gesetzgebers für unausweichlich. Die folgenden Abschnitte skizzieren die wesentlichen Inhalte eines allgemeinen Finanzdienstleistungsgesetzes.

### 10.2 Einbettung in die Finanzmarkt- und Zivilgesetzgebung

Mit der Einführung eines Finanzdienstleistungsgesetzes würden Teile der geltenden Finanzmarktgesetze durch eine sektorübergreifende Rahmen- und Querschnittregulierung ersetzt, soweit die betroffenen Teile verallgemeinerbar wären. Das Gesetz würde neben reinem Aufsichtsrecht auch Doppelnormen enthalten, wie sie das geltende Recht etwa in der Form von Art. 11 BEHG oder Art. 20 KAG bereits kennt. Abstimmungsbedarf ergäbe sich auch im Hinblick auf die laufende Totalrevision des Versicherungsvertragsrechts.



## 10.3 Kerninhalt

### a) Ziel und Gegenstand

Die wesentlichen Ziele eines solchen Finanzdienstleistungsgesetzes bestünden in der Schaffung einer kohärenten Regulierung der Verhaltensregeln beim Absatz von Finanzprodukten und in der Vereinheitlichung der bestehenden Produktvorschriften. Bei der Festlegung dieser umfassenden Verhaltens- und Produktregeln könnte an bereits bestehende Vorschriften wie Art. 11 BEHG, Art. 20 KAG oder das FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ angeknüpft werden. Angestrebt würde somit nicht eine von Grund auf neue Regulierung der Verhaltenspflichten am Point of Sale, sondern eine Stärkung und Vereinheitlichung des bereits bestehenden Regelwerks. Gegenstand des Gesetzes wären sämtliche in die Aufsichtstätigkeit der FINMA fallenden Finanzdienstleister und Finanzprodukte.

### b) Kundensegmentierung

Die Ausführungen unter Abschnitt 7.1 haben die Notwendigkeit einer produktneutralen Kundensegmentierung aufgezeigt. Das Gesetz hätte somit die vorgeschriebenen Kundenkategorien zu bestimmen und die relevanten Kriterien für die Zugehörigkeit zu einer der Kategorien zu definieren. Die Regulierung könnte sich dabei an den bestehenden Kundensegmentierungen in der europäischen Prospekttrichtlinie und der MiFID orientieren.

### c) Ombudsstelle

Mit der Schaffung einer obligatorischen Ombudsstelle mit einheitlichem, branchenübergreifendem Statut für sämtliche Finanzdienstleister am Point of Sale könnten Konflikte über die einwandfreie Erfüllung der Verhaltenspflichten im Einzelfall rasch und ohne grosse formelle oder finanzielle Hürden geklärt werden. Das Finanzdienstleistungsgesetz müsste die entsprechenden rechtlichen Grundlagen zur Gründung, Finanzierung und Besetzung der Ombudsstelle regeln. Weiter wären auch Verfahrensfragen und Entscheidungskompetenzen in Bezug auf die Ombudsstelle festzuhalten.

### d) Kohärente Produktregeln

- i Vereinheitlichte Regulierung von Prospektspflichten und Folgepublizität bei Anlageprodukten

Gemäss Abschnitt 7.3 erachtet die FINMA den Ausbau und die Vereinheitlichung geltender Prospektspflichten sowie die Sicherstellung einer angemessenen Folgepublizität bei Anlageprodukten als notwendige Massnahme zur Verbesserung der Stellung von Privatkunden. Anders als die unter Buchstabe ii erwähnten Produktbeschreibungen haben Prospekte sowie fortlaufende Informationen die Eigenschaften bestimmter Produkttypen zu berücksichtigen. So hält es die FINMA zurzeit eher nicht für angezeigt, Versicherungsprodukte einer Prospektspflicht i.e.S. zu unterstellen. Gestützt auf solche produkttypischen Divergenzen müssten diese Aspekte der Produktregulierung im übrigen nicht zwingend an zentraler Stelle geregelt werden. Vielmehr könnte hier auch ei-

ne materielle Anpassung der bestehenden Regeln auch in den einzelnen Finanzmarktgesetzen vorgenommen werden.

ii Einheitliche Produktebeschreibung für zusammengesetzte Finanzprodukte

Gestützt auf die Erwägungen unter Abschnitt 7.3 würde die Vergleichbarkeit und Verständlichkeit von zusammengesetzten Finanzprodukten mittels Einführung einer produkteneutralen und standardisierten Information über die wesentlichen Eigenschaften von zusammengesetzten Finanzprodukten erheblich verbessert. Die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung einer solchen Produktebeschreibung hätte für alle Finanzprodukte zu erfolgen, die an Privatkunden vertrieben werden und sich aus mehreren Bausteinen zusammensetzen. Die Festlegung der wesentlichen Parameter dieser Produktebeschreibungen sowie der Art und Weise ihrer Veröffentlichung könnte für sämtliche dieser Produkte zentral geregelt werden.

**e) Kohärente Verhaltensregeln**

Die Einführung einheitlicher Verhaltensregeln für Finanzdienstleister am Point of Sale bildet ein zentrales Element einer harmonisierten Vertriebsregulierung. Insbesondere wären die unter Abschnitt 7.4 aufgeführten Aspekte gesetzlich zu regeln:

i Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung am Point of Sale

Ein Grossteil der Probleme, mit denen Privatkunden wie auch Finanzdienstleister am Point of Sale konfrontiert werden, kann auf die Frage zurückgeführt werden, ob ein bestimmtes Produkt für den konkreten Kunden geeignet oder zumindest angemessen ist. Die gesetzliche Pflicht zur Vornahme einer Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung am Point of Sale müsste u.a. festlegen, nach welchen Kriterien eine solche Prüfung zu erfolgen hätte und ob die Finanzdienstleister auch bei Nichterhalt von Informationen eine Beratung oder einen Verkauf durchführen dürften.

ii Aufklärungspflichten vor Vertragsschluss

Die vorvertraglichen Aufklärungspflichten haben sich unter verschiedenen Gesichtspunkten als unzureichend erwiesen. Insbesondere wären Finanzdienstleister gesetzlich zu verpflichten, potentielle Kunden vor Vertragsabschluss über ihre Funktion, ihre Leistungen und ihre Interessenbindungen zu informieren. Das Gesetz könnte sich diesbezüglich auf eine Skizzierung der wesentlichen Aspekte dieser vorvertraglichen Aufklärungspflichten beschränken. Nähere Vorschriften könnten auf Verordnungsstufe und/oder mittels Selbstregulierung definiert werden.

iii Kostentransparenz

Die bestehende Regulierung betreffend die Offenlegung von Kosten, die beim Erwerb und Verkauf von Finanzprodukten sowie während der Haltedauer der Produkte anfallen, ist uneinheitlich. Gerade im Hinblick auf die fortgesetzte Aufdeckung von effektiv anfallenden Kosten unterscheiden

sich die spezialgesetzlichen Vorschriften deutlich. **Auf Stufe Produkt** erscheint eine völlige Harmonisierung der Offenlegung von Kosten nicht zwingend erforderlich. Eine erhöhte Kostentransparenz kann diesbezüglich auch durch eine Verbesserung der Regeln in den einzelnen Finanzmarktgesetzen erreicht werden. In Bezug auf Kosten, die im Zusammenhang mit der Erbringung von Finanzdienstleistungen **am Point of Sale** anfallen, wäre eine einheitliche Regulierung an zentraler Stelle jedoch angebracht. Insbesondere bestehen beim Absatz nur wenige produktespezifische Besonderheiten, die einer gesamtheitlichen Regelung entgegenstehen könnten. Das Finanzdienstleistungsgesetz müsste festhalten, welche Kosten durch die Finanzdienstleister zu welchem Zeitpunkt offengelegt werden müssten. Dabei könnte sich der Gesetzgeber an den unter Rz 27 ff. des FINMA-Rundschreibens 2009/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ festgehaltenen Grundsätzen ausrichten.<sup>200</sup>

#### iv Dokumentationspflichten

Finanzdienstleister sollten durch das Finanzdienstleistungsgesetz verpflichtet werden, sämtliche Leistungen an Kunden am Point of Sale zu belegen. Das Gesetz müsste eine Regelung über die Form und den Umfang der Dokumentation enthalten. Dabei wäre einerseits festzulegen, dass der Finanzdienstleister bereits vor der eigentlichen Dienstleistung gewisse Dokumentationspflichten – wie etwa die Dokumentation der Erstellung eines Risikoprofils des Kunden – erfüllen muss. Andererseits müssten Finanzdienstleister auch dazu verpflichtet werden, die eigentliche Ausführung ihrer Dienstleistung zu dokumentieren oder elektronisch aufzuzeichnen. So sollten Anlageberater die Gründe für eine bestimmte Anlageempfehlung festhalten müssen.

#### f) **Registrierung und punktuelle Überprüfung von Verhaltensregeln gegenüber nicht prudenziell beaufsichtigten Finanzdienstleistern**

Das Finanzdienstleistungsgesetz müsste zunächst festhalten, welche Finanzdienstleister einer umfassenden prudenziellen Beaufsichtigung unterstehen. Die übrigen Finanzdienstleister würden einer Registrierungspflicht unterworfen und lediglich einer punktuellen Überprüfung hinsichtlich der Einhaltung von Verhaltensregeln gemäss Bst. e) unterzogen. Das Gesetz hätte die unter Abschnitt 7.5 erwähnten Voraussetzungen zur Registrierung festzulegen und zu bestimmen, welches aufsichtsrechtliche Instrumentarium zur Kontrolle der Einhaltung von Pflichten durch registrierungspflichtige – wie auch prudenziell beaufsichtigte – Finanzdienstleister einzusetzen wäre. Auch wären die Bedingungen einer freiwilligen Unterstellung unter Aufsichtsregeln festzulegen.

#### g) **Grenzüberschreitender Vertrieb von Finanzprodukten in die Schweiz**

Der grenzüberschreitende Vertrieb von Finanzprodukten in die Schweiz benötigt eine produkteneutrale Regelung. Die Bestimmungen hätten festzuhalten, unter welchen Voraussetzungen ein solcher Vertrieb überhaupt zulässig ist und ob die FINMA eine präventive Kontrolle der Einhaltung dieser Kriterien vornehmen soll (Genehmigungspflicht).

## Glossar Finanzprodukte

Das folgende Glossar hält fest, wie die FINMA einzelne Begriffe im vorliegenden Diskussionspapier versteht. Wo vorhanden, wird auf gesetzliche Definitionen abgestellt. Das Glossar erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Aktie	Teilsomme des Kapitals einer Aktiengesellschaft (Art. 620 Abs. 1 OR). Damit handelt es sich um ein Beteiligungspapier, welches rechtlich und wirtschaftlich einen Anteil am Eigenkapital und am Erfolg einer Aktiengesellschaft verkörpert.
Anlagefonds	Offene und vertraglich basierte Kollektivanlage (vgl. Art. 25 Abs. 1 KAG).
Anlageprodukt	Finanzprodukt, das der Vermögensanlage im engeren Sinne dient.
Derivat	Finanzkontrakt, dessen Preis abgeleitet wird von (a) Vermögenswerten wie Aktien, Obligationen, Rohstoffen und Edelmetallen oder von (b) Referenzsätzen wie Währungen, Zinsen und Indizes (Art. 4 BEHV).
Devise	Auf eine ausländische Währung lautende Geldforderung.
Effekte	Vereinheitlichtes und zum massenweisen Handel geeignetes Wertpapier, nicht verurkundetes Recht mit gleicher Funktion (Wertrecht) oder Derivat (Art. 2 Bst. a BEHG; vgl. auch Art. 4 BEHV). Bei den Wertpapieren kann es sich bspw. um Aktien oder Anteilscheine an Kollektivanlagen handeln.
Einlagenprodukt	Entgegennahme von Kundengeldern durch eine Bank (i.d.R. gegen Verzinsung) mit dem Versprechen, die Gelder zu einem späteren Zeitpunkt zurückzuzahlen. Beispiele: Depositen- und Einlagenkonti sowie -hefte, Kontokorrentkonti und Festgelder. Die Gelder können auch treuhänderisch angelegt werden (Treuhandanlagen).
Finanzprodukt	Oberbegriff für die in diesem Glossar aufgeführten Produkte.
Fondsgebundene Lebensversicherung	Lebensversicherung mit Sparteil, bei welcher der Versicherungsnehmer ein Kapitalanlagerisiko trägt (Rz 16 FINMA-RS 08/40 „Lebensversicherung“) / Lebensversicherungsvertrag, bei welchem die Erlebensfall-Leistung und die Abfindungswerte von der Wertentwicklung von Wertpapieren, anderen Aktiven oder Indizes abhängen und letztere dem Kunden bekannt sind (Rz 13 FINMA-RS 08/39 „Anteilgebundene Lebensversicherung“).

Gemischte Lebensversicherung	Lebensversicherung, die sowohl ein Todes- als auch ein Erlebensfallrisiko abdeckt.
Kapitalisationsgeschäft	Vertragliche Vereinbarung zwischen einem Lebensversicherungsunternehmen und dem Versicherungsnehmer betreffend Übernahme von Vermögenswerten und deren Bewirtschaftung nach einem mathematischen Verfahren, die an einem vereinbarten Zeitpunkt oder beim Tod der versicherten Person endet (Rz 18 FINMA-RS 08/40 „Lebensversicherung“). Solche Geschäfte dürfen nicht als „Versicherungen“ bezeichnet werden (Rz 20 FINMA-RS 08/40 „Lebensversicherung“).
Kollektivanlage	Vermögen, das von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht wurde und für deren Rechnung verwaltet wird, wobei die Anlagebedürfnisse der Anleger in gleichmässiger Weise befriedigt werden (Art. 7 Abs. 1 KAG). Kollektivanlagen können offen (Anlagefonds, Investmentgesellschaft mit variablem Kapital) oder geschlossen sein (Kommanditgesellschaft für Kollektivanlagen, Investmentgesellschaft mit festem Kapital).
Lebensversicherung	Versicherungsprodukt, bei welchem die Versicherungsleistung vom Erwerbsunfähigkeits-, Invaliditäts-, Todesfall- oder Erlebensfallrisiko oder von anderen biometrischen Risiken der versicherten Person abhängig ist (Rz 14 FINMA-RS 08/40 „Lebensversicherung“).
Obligation	Schuldverpflichtung mit einer Geldleistung als Inhalt. Je nach Ausgabemodalität wird zwischen Kassenobligationen (laufend) und Anleiheobligationen (nicht laufend) unterschieden. Nicht als Anleiheobligationen gelten einzelne Kassenscheine (Rz 14 FINMA-RS 08/3 „Publikumseinlagen bei Nichtbanken“).
Pfandbrief	Mit besonderen Sicherheiten ausgestattetes und zweckgebundenes obligationenähnliches Wertpapier. Einerseits haften der Emittent der Pfandbriefe sowie die darlehensbeziehenden Banken mit ihren eigenen Mitteln, andererseits die Hypothekarschuldner der Banken mit ihren verpfändeten Grundstücken. Pfandbriefe haben der langfristigen Finanzierung des schweizerischen Hypothekargeschäfts zu dienen.
Sparprodukt	Mit dem Ausdruck „Sparen“ gekennzeichnetes Einlagenprodukt (Art. 15 Abs. 1 BankG). Beispiele: Sparhefte und Sparkonti. Gegenüber Einlagenprodukten weisen Sparprodukte meist höhere Zinssätze, dafür aber auch restriktivere Rückzugsbedingungen auf.
Strukturiertes Produkt	Finanzprodukt, bei welchem verschiedene Finanzprodukte kombiniert werden. Beispiele: kapitalgeschützte Produkte, Produkte mit Maximalrendite und Zertifikate (Art. 5 Abs. 1 KAG).

- Versicherungsprodukt Versicherung von Personen, Sachen oder Vermögenswerten vor Gefahren mittels Leistungsversprechen des Versicherers gegen Prämienleistung des Versicherungsnehmers.
- Vorsorgeprodukt Finanzprodukt, das auf die Sicherstellung von Vorsorgebedürfnissen (insb. im Alter) ausgerichtet ist.

Archiv



## Ausgewählte Literatur

Weitere Literatur-Hinweise finden sich im nachfolgend aufgeführten EBK-Diskussionspapier „Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten“ (EBK 2008).

Abegglen, Sandro: Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft, Bern 1995.

ders.: Die adäquate Entschädigung des Vermögensverwalters unter besonderer Berücksichtigung der Anlagekosten im Verhältnis zur Anlageperformance, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht 2008 S. 41–67.

ders.: „Point of Sale“-Aufklärung und Produkttransparenz – die Informationspflichten beim Anlagegeschäft der Banken, in: Isler, Peter R. / Cerutti, Romeo (Hrsg.): Vermögensverwaltung II, Zürich 2009, S. 61–87.

Bernet, Beat / Hoffmann, Matthias / Mattig, Andreas: Der Schweizer Parabankebereich, St. Gallen 2009.

Bührer, Christian: Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz, Bern 2006.

EBK: Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten, Bern 2008 (abrufbar unter [www.finma.ch/archiv/ebk/d/regulier/konsultationen/bericht-vertriebsverguetungen-20080904-d.pdf](http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/regulier/konsultationen/bericht-vertriebsverguetungen-20080904-d.pdf)).

Eggen, Mirjam: Die schweizerische Prospektspflicht für Effekten – eine rechtsvergleichende Untersuchung der bestehenden Rechtslage, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2010 S. 203–215.

Emch, Urs / Renz, Hugo / Arpagaus, Reto: Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl. Zürich 2004.

Gauch, Peter: Die Vertragshaftung der Banken und ihre AVB, in: recht 2006 S. 77–91.

Gey, Stefanie: Aufgaben und Bedeutung der staatlichen Aufsicht über die schweizerischen Privatversicherungen zu Beginn des 21. Jahrhunderts, Bern 2003.

Gutzwiller, P. Christoph: Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich 2008.

Habschick, Marco / Evers, Jan: Anforderungen an Finanzvermittler – mehr Qualität, bessere Entscheidungen, Hamburg 2008 (abrufbar unter [www.eversjung.de/ceemes/page/show/515\\_private\\_finanzen](http://www.eversjung.de/ceemes/page/show/515_private_finanzen)).

Hutterli, Silvio: Strukturierte Produkte – Ausgestaltung, Emission und Handel aus rechtlicher Sicht, St. Gallen 2008.

Kessler, Martin A.: Die Stellung der gebundenen und ungebundenen Versicherungsvermittler nach Inkrafttreten des neuen VAG am 1. Januar 2006, Zürich 2009.

Kilgus, Sabine: Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Zürich / St. Gallen 2007.

Luchsinger Gähwiler, Catrina: Der Vertrieb von Fondsanteilen unter besonderer Berücksichtigung des Anlegerschutzes, Zürich 2004.

Oehler, Andreas / Kohlert, Daniel / Jungermann, Helmut: Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern – Probleme des Beratungsprozesses und Lösungsansätze, 2009 (abrufbar unter [www.bmelv.de/cae/servlet/contentblob/850226/publicationFile/51826/2009\\_11\\_Finanzberatung.pdf](http://www.bmelv.de/cae/servlet/contentblob/850226/publicationFile/51826/2009_11_Finanzberatung.pdf)).

Roth, Monika: Retrozessionen und Interessenkonflikte – wenn der Berater in Tat und Wahrheit ein Verkäufer ist, in: Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins 2010 S. 521–553.

Schmid, Fabian: Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, Bern 2009.

Stöckli, Beat: Die Organisation von Banken aus privat-, aufsichts-, straf- und standesrechtlicher Perspektive, Zürich 2008.

Studer, Helmut: Die Rechtsstellung des Versicherungsbrokers in der Schweiz, Bern 2000.

Thévenoz, Luc: Le consommateur face aux rétrocessions dans la distribution des placements collectifs, in: Thévenoz, Luc / Reich, Norbert (Hrsg.): Droit de la consommation / Konsumentenrecht / Consumer law – Liber amicorum Bernd Stauder, Zürich 2006, S. 511–525.

ders.: Conflicts of Interest in the Distribution of Investment Funds, in: Thévenoz, Luc / Bahar, Rashid (Hrsg.): Conflicts of Interest – Corporate Governance & Financial Markets, Zürich 2007, S. 337–361.

Weber, Rolf H. / Iseli, Thomas: Vertriebsträger im Finanzmarktrecht, Zürich 2008.

Wyss, Alexander: Verhaltensregeln für Effekthändler, Diss. Zürich 2000.

Zufferey, Jean-Baptiste: Conflicts of Interest with Respect to the Remuneration of Financial Intermediaries, in: Thévenoz, Luc (Hrsg.): Aspects juridiques de la gestion de fortune, Brüssel 1999, S. 223–238.

Zulauf, Urs / Zibung, Oliver: Aufsichtsregeln zur Vermögensverwaltung in der Schweiz – Status Quo und Ausblick, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht 2008 S. 9–40.

**Endnoten Diskussionspapier**

Archiv

- <sup>1</sup> Abrufbar unter [www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01345/index.html?lang=de](http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01345/index.html?lang=de).
- <sup>2</sup> [www.finma.ch/d/aktuell/Documents/strategische-ziele-finma-20090930-d.pdf](http://www.finma.ch/d/aktuell/Documents/strategische-ziele-finma-20090930-d.pdf).
- <sup>3</sup> [www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/bericht-lehman-madoff-20100302-d.pdf](http://www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/bericht-lehman-madoff-20100302-d.pdf).
- <sup>4</sup> In diesem Diskussionspapier wird nicht stets auf eine geschlechtsneutrale Formulierung einzelner Personenbezeichnungen geachtet. Ausführungen für Vermittler gelten auch für Vermittlerinnen, solche für Kunden auch für Kundinnen usw.
- <sup>5</sup> Angaben zum durchschnittlichen Einkommen und Vermögen der Haushalte in der Schweiz finden sich auf der Internet-Seite des Bundesamts für Statistik ([www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/20.html](http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/20.html)). Im übrigen geht die FINMA bei ihren Überlegungen von der Mündigkeit der Kunden aus. Dies gilt auch für die Finanzmarktgesetze i.S.v. Art. 1 Abs. 1 FINMAG und deren Vorgänger-Versionen. Beispielsweise wurde mit dem alten Anlagefondsgesetz von 1994 der „mündige Anleger, dem grundsätzlich verschiedenste Investitionsmöglichkeiten offenstehen“, ins Auge gefasst (BBI 1993 Bd. I S. 226).
- <sup>6</sup> Institutionelle Anleger sind bedeutende Investoren. 2008 beliefen sich die Kapitalanlagen der schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen auf CHF 539 Mrd., jene der schweizerischen Lebens-, Schaden- und Rückversicherer auf CHF 582 Mrd. ([www.efd.admin.ch/themen/00796/00917/index.html?lang=de](http://www.efd.admin.ch/themen/00796/00917/index.html?lang=de) > Kennzahlen zum Finanzstandort Schweiz).
- <sup>7</sup> EBK-Jahresbericht 1999 S. 57 f., 2000 S. 49 f. und 2001 S. 55 f. (abrufbar unter [www.finma.ch](http://www.finma.ch) > Archiv).
- <sup>8</sup> EBK-Jahresbericht 2002 S. 46, 2003 S. 74 f. und 2004 S. 47 f.
- <sup>9</sup> EBK-Jahresbericht 2003 S. 86 f. und 2004 S. 68 f.
- <sup>10</sup> EBK-Jahresbericht 2005 S. 72 ff. und 2006 S. 55 f.
- <sup>11</sup> BGE 132 III 460 ff. (abrufbar unter [www.bger.ch](http://www.bger.ch)).
- <sup>12</sup> EBK-Jahresbericht 2006 S. 40.
- <sup>13</sup> EBK-Jahresbericht 2007 S. 84 und 87 f.
- <sup>14</sup> [www.finma.ch/archiv/ebk/d/regulier/konsultationen/bericht-vertriebsverguetungen-20080904-d.pdf](http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/regulier/konsultationen/bericht-vertriebsverguetungen-20080904-d.pdf).
- <sup>15</sup> EBK-Jahresbericht 2008 S. 32.
- <sup>16</sup> [www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2009-01.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2009-01.pdf).
- <sup>17</sup> BPV-Jahresbericht 2004 S. 8 und 12 sowie 2005 S. 8 und 20 f. (abrufbar unter [www.finma.ch](http://www.finma.ch) > Archiv).
- <sup>18</sup> BPV-Jahresbericht 2006 S. 17.
- <sup>19</sup> BPV-Jahresbericht 2007 S. 23 und 2008 S. 21.
- <sup>20</sup> [www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00579/00607/01358/index.html?lang=de](http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00579/00607/01358/index.html?lang=de).
- <sup>21</sup> Vgl. Art. 37 f. KKV sowie die von der FINMA als Mindeststandard anerkannte „Richtlinie für Transparenz bei Verwaltungskommissionen“ der SFA (abrufbar unter [www.sfa.ch](http://www.sfa.ch) > Selbstregulierung).
- <sup>22</sup> Vgl. Art. 394 Abs. 3 OR.
- <sup>23</sup> Art. 15 ff. KAG.
- <sup>24</sup> Art. 4 Abs. 2 Bst. r VAG.
- <sup>25</sup> Art. Art. 652a und 752 OR.
- <sup>26</sup> Art. 1156 OR.
- <sup>27</sup> Art. 75 ff. KAG.
- <sup>28</sup> Art. 5 KAG. Prospektpflichtig ist nur der öffentliche Vertrieb strukturierter Produkte. Ausnahmen von der Prospektpflicht finden sich in Art. 4 Abs. 4 KKV.
- <sup>29</sup> Vgl. die von der FINMA als Mindeststandard anerkannte „Richtlinie zu Notes ausländischer Schuldner“ der SBVg (abrufbar unter [www.swissbanking.org](http://www.swissbanking.org) > Selbstregulierung).
- <sup>30</sup> Beim Vertrieb von fondsgebundenen Lebensversicherungen sind allerdings die Vorschriften für Kollektivanlagen zu beachten (Rz 56 FINMA-RS 08/39 „Anteilgebundene Lebensversicherung“).

<sup>31</sup> Art. 3 VVG.

<sup>32</sup> Ein indirekter Prospektzwang ist anzunehmen, wenn die Optionsscheine durch ein Derivathaus ohne Bankenstatus öffentlich angeboten werden.

<sup>33</sup> Einzelne Länder strukturieren ihr Aufsichtssystem in Form eines Zwei-Spitzen-Modells („twin peaks system“) mit je einer eigenen Aufsichtsbehörde für prudentielle Vorgaben sowie für Verhaltensregeln (aber jeweils sektorübergreifend). Dazu zählt neuestens auch das Vereinigte Königreich.

<sup>34</sup> FINMA-RS 08/38 „Marktverhaltensregeln“.

<sup>35</sup> Vgl. die von der FINMA als Mindeststandard anerkannten „Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen“ und „Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft“ der SFA (abrufbar unter [www.sfa.ch](http://www.sfa.ch) > Selbstregulierung).

<sup>36</sup> [www.swissbanking.ch/20100504-3200-all-rl\\_vermoegensverwaltungsauftrage\\_web-cwe.pdf](http://www.swissbanking.ch/20100504-3200-all-rl_vermoegensverwaltungsauftrage_web-cwe.pdf).

<sup>37</sup> Rz 14 FINMA-RS 08/10 „Selbstregulierung als Mindeststandard“.

<sup>38</sup> [www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-vermoegensverwaltung.aspx](http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-vermoegensverwaltung.aspx).

<sup>39</sup> [www.vermittleraufsicht.ch](http://www.vermittleraufsicht.ch).

<sup>40</sup> Erforderlich sind ausreichende berufliche Qualifikationen, ein guter Leumund und eine Berufshaftpflichtversicherung oder gleichwertige finanzielle Sicherheit.

<sup>41</sup> [www.swissbanking.org/801908\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/801908_d.pdf).

<sup>42</sup> Jedoch zeigen sich in der zivilrechtlichen Judikatur vereinzelt Ansätze zu einer „Appropriateness“-Prüfung.

<sup>43</sup> Zu diesen Punkten hat die EBK in ihrem 2008 veröffentlichten Diskussionspapier „Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten“ eine Reihe von Fragen festgehalten, die sich Kunden stellen sollten (EBK 2008, Textbox Nr. 4).

<sup>44</sup> Oehler/Kohlert/Jungermann 2009 S. 6 f.: „Es gilt das Informationsparadoxon des Verbraucherschutzes: der Anleger kann nur wissen, was er wissen will, und nur beurteilen, was er beurteilen muss, wenn er weiss, was er wissen und beurteilen muss und wie er beurteilen muss.“

<sup>45</sup> So der Bankenombudsman im Jahresbericht 2006 (S. 16; abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch)) wie auch der Ombudsman Krankenversicherung im Jahresbericht 2009 (S. 24; abrufbar unter [www.ombudsman-kv.ch](http://www.ombudsman-kv.ch)).

<sup>46</sup> Vgl. die im Jahresbericht 2008 des Schweizerischen Bankenombudsman geschilderten Fälle (S. 20 ff.; abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch)). Die Komplexität eines Produkts bedeutet für sich allein genommen aber nicht, dass es deswegen stark risikobehaftet ist.

<sup>47</sup> So wird jedem Depotkunden bei Eröffnung eines Depots die Informationsbroschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel“ der SBVG abgegeben ([www.swissbanking.org/11308\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/11308_d.pdf)). Die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen sind dem Kunden somit grundsätzlich bekannt, dürften ihm im Bedarfsfall jedoch nicht immer bewusst sein.

<sup>48</sup> Vgl. das im Jahresbericht 2009 des Schweizerischen Bankenombudsman geschilderte Beispiel (S. 40; abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch)). Eine ausgezeichnete Beschreibung des zunehmenden Optimismus während Hausse-Phasen findet sich bei Shiller, Robert J.: Irrational Exuberance, 2. Aufl. Princeton 2010.

<sup>49</sup> Vgl. bereits EBK 2008.

<sup>50</sup> [www.axa-im.ch/index.cfm?pagepath=press/studie\\_fondswissen](http://www.axa-im.ch/index.cfm?pagepath=press/studie_fondswissen).

<sup>51</sup> [http://img.cash.ch/images/derivate/studie/derivate\\_studie\\_2009.pdf](http://img.cash.ch/images/derivate/studie/derivate_studie_2009.pdf).

<sup>52</sup> Dies steigert (neben anderen Faktoren wie etwa der Gutgläubigkeit) auch die Chancen illegaler Anbieter. Ihren strategischen Zielsetzungen entsprechend wird die FINMA die Bekämpfung von illegalen Anbietern intensivieren und darüber Bericht erstatten.

<sup>53</sup> [www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD0000000000233219.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000233219.pdf).

<sup>54</sup> [www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/banana-skins/banking-banana-skins-2009.jhtml](http://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/banana-skins/banking-banana-skins-2009.jhtml).

<sup>55</sup> [www.pwc.com/gx/en/insurance/insurance-banana-skins-2009.jhtml](http://www.pwc.com/gx/en/insurance/insurance-banana-skins-2009.jhtml).

<sup>56</sup> Das SPV emittiert nur ein Produkt oder schottet die emittierten Produkte in verschiedenen Zellen voneinander ab.

- <sup>57</sup> BBI 2005 S. 6415. Die in der Botschaft, S. 6439, vorgeschlagenen Mittel, um eine zu starke Annäherung strukturierter Produkte an kollektive Kapitalanlagen zu verhindern – feste Laufzeit und kein Anspruch auf vorzeitige Rückzahlung – konnten sich im Gesetzgebungsprozess nicht durchsetzen.
- <sup>58</sup> FINMA-Jahresbericht 2009 S. 65. Anlagevehikel, die nach dem Recht im Ausland oder nach der Praxis der zuständigen ausländischen Aufsichtsbehörde als Kollektivanlagen qualifizieren, sind jedoch wie bis anhin dem Kollektivanlagengesetz unterstellt.
- <sup>59</sup> Bspw. im Fettdruck auf der ersten Seite des Dokuments.
- <sup>60</sup> Vgl. Vertiefung 7.
- <sup>61</sup> Fn. 3.
- <sup>62</sup> Vgl. den im Jahresbericht 2009 des Schweizerischen Bankenombudsman geschilderten Fall (S. 42 f.; abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch)).
- <sup>63</sup> Vgl. Abschnitt 7.5 Bst. a).
- <sup>64</sup> Vgl. den im Jahresbericht 2008 des Schweizerischen Bankenombudsman geschilderten Fall (S. 24 f.; abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch)). Bereits im Jahresbericht 2006 hiess es auf S. 16: „So wird der Ombudsman immer wieder mit der Behauptung des Kunden konfrontiert, er habe den Mechanismus des ihm empfohlenen Produkts nicht oder in anderer Weise verstanden, weil ihm dieser vom Berater nur ungenügend erklärt worden sei oder weil die abgegebene Dokumentation einen falschen Eindruck erweckt habe.“ Vgl. auch die im Jahresbericht 2009 des Ombudsman Krankenversicherung geschilderten Fälle (S. 22 ff.; abrufbar unter [www.ombudsman-kv.ch](http://www.ombudsman-kv.ch)).
- <sup>65</sup> Urteil 4C.68/2007 des Bundesgerichts vom 13. Juni 2008.
- <sup>66</sup> Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 4. Mai 2009, in: Blätter für Zürcherische Rechtsprechung 2009 Nr. 48. Soweit die Geltendmachung einer Verletzung gesetzlicher Informationspflichten mangels Anwendbarkeit des Auftragsrechts ausscheidet, bliebe u.U. noch die Möglichkeit einer Berufung auf Willensmängel.
- <sup>67</sup> [http://konsumentenschutz.ch/medienmitteilungen/archive/2010/03/15/unser-geld-unsere-rechte.html#post\\_content\\_extended](http://konsumentenschutz.ch/medienmitteilungen/archive/2010/03/15/unser-geld-unsere-rechte.html#post_content_extended).
- <sup>68</sup> [www.terzstiftung.ch/terzstiftung/medien](http://www.terzstiftung.ch/terzstiftung/medien).
- <sup>69</sup> Vgl. zur Vergütung durch die Kunden bei Anlagefonds und Strukturierten Produkten EBK 2008, Abschnitt 5.2.
- <sup>70</sup> Vgl. diesbezüglich die Schilderungen im Jahresbericht 2009 des Ombudsman der Privatversicherung und der SUVA (S. 10 ff.; abrufbar unter [www.versicherungsombudsman.ch](http://www.versicherungsombudsman.ch)).
- <sup>71</sup> Rz 27 FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“.
- <sup>72</sup> Art. 10 Abs. 1 Bst. r der Verordnung über die Bekanntgabe von Preisen (Preisbekanntgabeverordnung, PBV; SR 942.211).
- <sup>73</sup> EBK 2008, Textbox Nr. 12.
- <sup>74</sup> Fallsammlung des Schweizerischen Bankenombudsman, abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch/de/fallsammlung/fall&fid=219](http://www.bankingombudsman.ch/de/fallsammlung/fall&fid=219).
- <sup>75</sup> Diesbezüglich zeigt sich ein ausgeprägter Gegensatz zwischen der Regelung im Bundesgesetz über den Konsumkredit (KKG; SR 221.214.1) und dem Entwurf zur Totalrevision des Versicherungsvertragsrechts: Während die Vermittler von Konsumkrediten zwingend vom Kreditgeber (und nicht von den Kunden) zu entschädigen sind, sollen bei der Totalrevision VVG die Versicherungsmakler grundsätzlich von den Kunden (und nicht von den Versicherern) entschädigt werden. Eine Entschädigung des Versicherers ist zulässig, muss aber offen gelegt und angerechnet werden an die vom Kunden geschuldete Entschädigung. Bei Konsumkrediten wird die Entschädigung eingepreist und dem Kunden nicht gesondert ausgewiesen; bei Versicherungen sind im Entwurf zusätzliche Offenlegungs- und Informationspflichten vorgesehen.
- <sup>76</sup> BGE 132 III 460 ff. Vgl. hierzu auch das Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 26. Juni 2007, in: Blätter für Zürcherische Rechtsprechung 2008 Nr. 35.



- <sup>77</sup> Ausgenommen jene externen Vermögensverwalter, die gemäss Art. 6 KKV von der FINMA anerkannte Verhaltensregeln einer Branchenorganisation einhalten müssen.
- <sup>78</sup> Gleiches gilt für andere Finanzdienstleister, die als „Finanzintermediäre“ unter das GwG fallen (aber nicht unter ein Spezialgesetz). Externe Anlageberater ausserhalb der Versicherungsvermittlung fallen nicht einmal unter das GwG (es sei denn, sie tätigen zusätzlich zur reinen Beratung auch Anlagen).
- <sup>79</sup> Die einzigen konkretisierten Anforderungen zur Ausbildung von Finanzdienstleistern mit Kundenkontakt finden sich im Recht der ungebundenen Versicherungsvermittler. Für jene besteht eine Registrierungspflicht und ein Eintrag ist nur möglich beim Nachweis ausreichender beruflicher Qualifikationen. Erforderlich ist eine von der FINMA anerkannte Ausbildung, was für mehrere (auch ausländische) zutrifft ([www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-versicherungsvermittler.aspx](http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-versicherungsvermittler.aspx)). Eine der anerkannten inländischen Ausbildungen ist der „Versicherungsvermittler VBV“. Hier organisiert der Berufsbildungsverband der Versicherungswirtschaft (VBV) im Auftrag der FINMA die entsprechenden Prüfungen ([www.vbv.ch](http://www.vbv.ch)). Die grössten Versicherer sowie einzelne Banken, Fondsgesellschaften und andere Finanzdienstleistungsunternehmen haben zudem die Interessengemeinschaft Ausbildung im Finanzbereich (IAF) gegründet ([www.iaf.ch](http://www.iaf.ch)).
- <sup>80</sup> Vgl. den im Jahresbericht 2008 des Schweizerischen Bankenombudsmann geschilderten Fall (S. 21 ff.; abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch)).
- <sup>81</sup> Vgl. Art. 39 Abs. 1 KKG (Fn. 75).
- <sup>82</sup> [www.dievolkswirtschaft.ch/de/editions/201004/pdf/Den-Otter.pdf](http://www.dievolkswirtschaft.ch/de/editions/201004/pdf/Den-Otter.pdf).
- <sup>83</sup> Bedingungen sind: Sitz oder Wohnsitz in der Schweiz; Pflicht zur Beaufsichtigung unter ausländischem Recht; tatsächliche Beaufsichtigung der verwalteten ausländischen Kollektivanlage, die der schweizerischen Aufsicht gleichwertig ist. Für Vermögensverwalter inländischer Kollektivanlagen besteht ohnehin eine Bewilligungspflicht (vgl. Art. 13 Abs. 2 Bst. f KAG).
- <sup>84</sup> Fn. 82.
- <sup>85</sup> Bestehend aus dem Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) und der International Association of Insurance Supervisors (IAIS).
- <sup>86</sup> Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation, Key Issues and Recommendations, Januar 2010.
- <sup>87</sup> Review (Fn. 86), S. 33.
- <sup>88</sup> Directorate for Financial and Enterprise Affairs/Committee on Financial Markets, Financial Consumer Protection (Progress Report), 24. März 2009, S. 11.
- <sup>89</sup> Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).
- <sup>90</sup> Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die wesentlichen Informationen für den Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die wesentlichen Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier oder auf einer Website zur Verfügung gestellt werden.
- <sup>91</sup> [www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6991](http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6991).
- <sup>92</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/investment\\_products/20091215\\_prips\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/20091215_prips_en.pdf)  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/investment\\_products/29042009\\_communication\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/29042009_communication_de.pdf) – Für Versicherungen vgl. auch das Produktinformationsblatt gemäss § 4 der deutschen Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen sowie die Bestrebungen in Deutschland, ein Produkteinformationsblatt für sämtliche Finanzinstrumente einzuführen, die an Kleinkunden vertrieben werden.
- <sup>93</sup> Customer suitability in the retail sale of financial products and services, April 2008.

- <sup>94</sup> Richtlinie 2002/92/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9. Dezember 2002 über Versicherungsvermittlung.
- <sup>95</sup> Art. 78 der OGAW-Richtlinie (Fn. 89).
- <sup>96</sup> Fn. 90.
- <sup>97</sup> CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document, 1. Juli 2010, abrufbar unter [www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6961](http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6961).
- <sup>98</sup> Ein möglicher Entwurf findet sich im Consultation Paper betreffend CESR's template for the Key Investor Information document vom 20. Juli 2010 ([www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6991](http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6991)).
- <sup>99</sup> [www.finma.ch/d/regulierung/gesetze/Documents/br\\_leitlinien-finanzmarktregulierung\\_20100507\\_de.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/gesetze/Documents/br_leitlinien-finanzmarktregulierung_20100507_de.pdf).
- <sup>100</sup> Vgl. insbesondere das Wegfallen der Genehmigungspflicht für ausländische kollektive Kapitalanlagen, die nicht öffentlich vertrieben werden. Emittenten strukturierter Produkte sind zudem nur dann zur Erstellung eines vereinfachten Prospekts verpflichtet, wenn die Produkte in der Schweiz oder von der Schweiz aus öffentlich angeboten werden.
- <sup>101</sup> Bei der Wertschriftenleihe gelangen zudem die Kriterien des Kollektivanlagengesetzes zur Anwendung (Rz 10 FINMA-RS 10/2 „Repo/SLB“). Auf diese Kriterien stellt im übrigen auch das Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 (Bucheffektengesetz, BEG; SR 957.1) in mehreren seiner Bestimmungen ab.
- <sup>102</sup> Demgegenüber ist in Art. 5 Abs. 2 E-VVG ein partieller Ansatz zu einer Segmentierung in Konsumenten und Nicht-Konsumenten vorgesehen. Die Bestimmung befasst sich mit der Bindungsfrist bei Verträgen. Im geltenden Recht findet sich jedoch indirekt zum Teil eine Art Kundensegmentierung, indem namentlich Rückversicherungsverträge vom Geltungsbereich des Gesetzes ausgeschlossen werden (Art. 101 VVG) oder für die Transportversicherung dispositives Recht statuiert wird (Art. 97 und 98 VVG).
- <sup>103</sup> Dazu Näheres in Rz 13 ff. FINMA-RS 08/8 „Öffentliche Werbung kollektive Kapitalanlagen“ (abrufbar unter [www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-08.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-08.pdf)).
- <sup>104</sup> Dazu Näheres unter [www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-vermoegensverwaltung.aspx](http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-vermoegensverwaltung.aspx).
- <sup>105</sup> Es gälte dann der Satz: Geld macht mündig.
- <sup>106</sup> Die Banken- und die Börsengesetzgebung sehen zudem in der persönlichen Verbundenheit zur Gegenpartei ein qualifizierendes Moment.
- <sup>107</sup> Eine leicht andere Einteilung findet sich unter [www.swissbanking.org/kompndium-2010.pdf](http://www.swissbanking.org/kompndium-2010.pdf) (S. 41).
- <sup>108</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist.
- <sup>109</sup> Gemäss Art. 2 (1)(e)(iv) i.V.m. Abs. (2) der Prospekttrichtlinie hat der Anleger dabei zwei der folgenden drei Kriterien zu erfüllen: „a) Der Anleger hat an Wertpapiermärkten Geschäfte in grossem Umfang getätigt und in den letzten vier Quartalen durchschnittlich mindestens zehn Transaktionen pro Quartal abgeschlossen; b) der Wert des Wertpapierportfolios des Anlegers übersteigt 0,5 Mio. EUR; c) der Anleger ist oder war mindestens ein Jahr lang im Finanzsektor in einer beruflichen Position tätig, die Kenntnisse auf dem Gebiet der Wertpapieranlage voraussetzt.“
- <sup>110</sup> Vgl. Anhang II der MiFID.
- <sup>111</sup> Anhang II der MiFID. Die Beurteilung des Sachverstands und der Kenntnisse stützt sich dabei auf den Umstand, ob der Kunde zwei der folgenden Kriterien zu erfüllen vermag:
- „Der Kunde hat an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang getätigt.
  - Das Finanzinstrument-Portfolio des Kunden, das definitionsgemäss Bardepots und Finanzinstrumente umfasst, übersteigt 500'000 EUR.

- 
- Der Kunde ist oder war mindestens ein Jahr lang in einer beruflichen Position im Finanzsektor tätig, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.“
- <sup>112</sup> CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review – Client Categorisation, 12. Juli 2010 sowie 22. Oktober 2010.
- <sup>113</sup> [www.cesr-eu.org/index.php?page=responses&id=167](http://www.cesr-eu.org/index.php?page=responses&id=167).
- <sup>114</sup> Eine solche Möglichkeit besteht zum Teil schon heute: So können vermögende Privatpersonen gemäss Art. 6 Abs. 1 KKV letztlich selbst entscheiden, ob sie eine schriftliche Bestätigung ihrer Vermögensverhältnisse beibringen und folglich als (weniger schutzbedürftige) qualifizierte Anleger gelten wollen oder nicht.
- <sup>115</sup> Die Ausdehnung bestehender Prospektspflichten kann grundsätzlich auch ohne die Einführung einer produkteneutralen Kundensegmentierung vorgenommen werden. Dadurch würde zwar sichergestellt, dass sämtlichen Investoren dieselbe Produktpalette offensteht. Allerdings würde eine solche umfassende Regulierung wohl zu einem über das notwendige Ausmass hinausgehenden Schutz der Interessen erfahrener Marktteilnehmer führen und erscheint daher eher nicht erforderlich.
- <sup>116</sup> Anhang II, Ziffer II.1 der MiFID.
- <sup>117</sup> Zu prüfen wäre überdies, ob eine solche Ombudsstelle auch die Aufgaben der in der ab 2011 geltenden neuen Schweizerischen Zivilprozessordnung (ZPO) vorgesehenen „Schlichtungsstelle“ gemäss Art. 197 ff. ZPO übernehmen könnte (BBI 2009 S. 21 ff.).
- <sup>118</sup> [www.financial-ombudsman.org.uk](http://www.financial-ombudsman.org.uk).
- <sup>119</sup> Fn. 2.
- <sup>120</sup> Ähnlich bereits die Basisprogramme der SIX Swiss Exchange im Rahmen der Kotierung von Effekten.
- <sup>121</sup> So könnte sich etwa die Einführung einer Bewilligungspflicht für strukturierte Produkte auf jene Produkte beschränken, deren Konstruktion auf dem schweizerischen Markt neuartig ist. Die übrigen, standardisierten Produkte könnten durch die Aufsichtsbehörde stichprobenweise auf ihre Gesetzmässigkeit überprüft werden.
- <sup>122</sup> Für kotierte Produkte.
- <sup>123</sup> Vgl. z.B. den vereinfachten Prospekt für kollektive Kapitalanlagen unter schweizerischem Recht.
- <sup>124</sup> Fn. 92.
- <sup>125</sup> Fn. 92.
- <sup>126</sup> [www.cesr.eu/popup2.php?id=7278](http://www.cesr.eu/popup2.php?id=7278).
- <sup>127</sup> Die Anlegerinformation müsste die Kunden auf die rechtliche Qualifikation des Produkts z.B. als kollektive Kapitalanlage, strukturiertes Produkt, Lebensversicherung etc. hinweisen.
- <sup>128</sup> Fn. 2.
- <sup>129</sup> Erläuterungsbericht zur Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten Expertenkommission vom November 2003, S. 51.
- <sup>130</sup> So steht den Kunden in Vermögensverwaltungsbanken je nach Segment eine unterschiedliche – ggf. eingeschränkte – Auswahl an Produkten und Strategien offen (vgl. Vertiefung 6).
- <sup>131</sup> Der Unterschied zwischen „weissen“ und „schwarzen“ Listen ist primär für neue Produkte relevant: Bei einer „weissen Liste“ dürfte – wie bei der Bewilligungspflicht – ein neu lanciertes Produkt erst dann Kleinkunden angeboten werden, wenn es den Sprung auf die Liste geschafft hätte. Dagegen könnten bei einer „schwarzen Liste“ neue Produkte solange frei angeboten werden, bis sie auf die Liste gesetzt würden.
- <sup>132</sup> Auch der Bankenombudsman zielte mit der in seinem Jahresbericht 2008 beschriebenen Kategorie des „Sparers im engeren Sinn“ nicht darauf ab, dass „Sparern“ letztlich nur noch Sparprodukte sollten angeboten werden dürfen (S. 20; abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch)).

- <sup>133</sup> Nicht unter den Geltungsbereich der MiFID subsumiert werden grundsätzlich der Direktvertrieb von Anteilen an Anlagefonds durch einen Fondsmanager sowie Versicherungsunternehmen und der Vertrieb deren Produkte.
- <sup>134</sup> Art. 22 (1) der MiFID-Durchführungsrichtlinie verpflichtet die Wertpapierfirmen zur Formulierung und Umsetzung von Grundsätzen für den Umgang mit Interessenkonflikten (Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie). Bei der zweiten Konstellation muss zudem sichergestellt sein, dass das Handeln im besten Interesse des Kunden nicht gefährdet ist.
- <sup>135</sup> Art. 18 und 19 MiFID. Der Kunde ist dabei über die Wertpapierfirma als solche und ihre Dienstleistungen wie auch über die angebotenen Produkte und Kosten der Dienstleistungen aufzuklären.
- <sup>136</sup> Vgl. Vertiefung 7. Die Qualifikation als professioneller Kunde erfolgt jedoch nicht bereits nach gestelltem schriftlichem Antrag; vielmehr muss die Wertpapierfirma beurteilen, ob der Kunde effektiv die Voraussetzungen erfüllt, um als professioneller Kunde behandelt zu werden.
- <sup>137</sup> Art. 19 (5) MiFID.
- <sup>138</sup> Art. 52 der MiFID-Durchführungsrichtlinie (Fn. 134). Der Kanal, über welchen die Information erfolgt, ist dabei irrelevant (vgl. die Ausführungen im Consultation Paper von CESR betreffend CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Investor Protection and Intermediaries, Rz 171). Siehe auch „the five key tests for investment advice“ des CESR in Questions & Answers, Understanding the Definition of Advice under MiFID, 19. April 2010, S. 6.
- <sup>139</sup> Art. 4 (1) Ziff. 9 MiFID.
- <sup>140</sup> Art. 19 (4) MiFID. In Art. 35 (1) der MiFID-Durchführungsrichtlinie (Fn. 134) ist diesbezüglich eine Besonderheit festgehalten: Gemäss Bst. c darf Vermögensverwaltung nur derart betrieben werden, „dass der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die mit [...] der Verwaltung seines Portfolios einhergehenden Risiken verstehen kann“. Dies wirft die Frage auf, ob deswegen keinerlei Produkte eingesetzt werden dürfen, die der Kunde nicht versteht, aber der Vermögensverwalter schon, und die für den Kunden „suitable“ wären.
- <sup>141</sup> Art. 35 (5) der MiFID-Durchführungsrichtlinie (Fn. 134).
- <sup>142</sup> In diese Richtung zielt auch Art. 70 E-VVG.
- <sup>143</sup> Fn. 3. Vgl. auch FINMA-Jahresbericht 2009 S. 49 ff.
- <sup>144</sup> Ob ein Kunde unter ein solches Profil fällt, kann dann wiederum (erst) am Point of Sale geprüft werden.
- <sup>145</sup> Ähnlich gestaltet sich die Lage, wenn im Rahmen der Einkaufsvermittlung Vermögensverwaltung und Depottätigkeit auseinander fallen und der Vermögensverwalter – evtl. ohne Wissen des Kunden – von der Depotstelle Vergütungen („Retrozessionen“) für in Auftrag gegebene Transaktionen in Aussicht gestellt erhält.
- <sup>146</sup> Nach den „Eckwerten“ ist festzuhalten, wem allfällige Leistungen zustehen, die ein Vermögensverwalter von Dritten im inneren Zusammenhang mit dem erteilten Auftrag und bei Gelegenheit der Auftragsausführung erhält, und es ist auf entsprechende Interessenkonflikte aufmerksam zu machen. Auch ist ex ante über die Berechnungsparameter oder die Bandbreiten von Leistungen zu informieren, die anfallen (könnten). Ex post ist auf Anfrage die Höhe sämtlicher bereits erhaltener Leistungen Dritter offen zu legen, soweit sie sich einer einzelnen Kundenbeziehung mit vernünftigem Aufwand eindeutig individuell zuordnen lassen. Schliesslich haben die Modalitäten der Entschädigung der mit der Vermögensverwaltung betrauten Personen Anreize zu vermeiden, die zu Konflikten mit der Treuepflicht führen können.
- <sup>147</sup> Umgekehrt teilt die FINMA die bereits im EBK-Diskussionspapier zu Vertriebsvergütungen geäußerte Skepsis gegen ein Verbot von Vertriebsvergütungen (EBK 2008, Abschnitt 8.6). Es ist sehr zweifelhaft, ob ein solches Verbot im Markt umsetzbar wäre. Man darf sich zudem nicht blenden

- lassen: Wer reine Honorarberatung anbietet, hat nicht zwingend weniger Interessenkonflikte dem Kunden gegenüber, aber dafür anders gelagerte. So können theoretisch mehr Stunden als nötig aufgewendet oder bis zu einem gewissen Grad die Qualität limitiert werden. Bei Kleinkunden konnten sich im übrigen bis anhin Geschäftsmodelle, welche eine volle Deckung der Beratungskosten durch die Kunden vorsahen, nicht durchsetzen. Anders liegen die Verhältnisse im Geschäft mit institutionellen Investoren. Teilweise wurden im Ausland auch negative Erfahrungen mit einer zwingenden Honorarberatung gemacht, indem gerade Kleinkunden Einkaufsvermittler auf diese Weise nicht mehr entschädigen konnten oder wollten, und sich folglich zwecks „Beratung“ nur noch an Verkaufsvermittler wenden konnten.
- <sup>148</sup> Vgl. bereits Art. 51 (4) der MiFID-Durchführungsrichtlinie (Fn. 134).
- <sup>149</sup> Abzulehnen ist, dass – was auch möglich wäre – die Kunden selbst die Protokolle zu verfassen hätten.
- <sup>150</sup> Ende 2009 waren in der Schweiz 68 Effektenhändler ohne gleichzeitige Bankenbewilligung zugelassen. Diese sind zu einem grösseren Teil im Vermögensverwaltungsgeschäft aktiv, agieren z.T. aber auch nur als Broker, Underwriter oder Eigenhändler.
- <sup>151</sup> Die Zählweise richtet sich vor allem danach, ob die Vermögensverwaltung für Dritte hauptberuflich oder nur nebenberuflich (bspw. durch Anwälte und Notare) ausgeübt wird.
- <sup>152</sup> Dieser Umstand hat anscheinend dazu beigetragen, dass mit der auf den 1. Januar 2011 in Kraft tretenden Revision der Verordnung über die Freizügigkeit in der beruflichen Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenversicherung vom 3. Oktober 1994 (Freizügigkeitsverordnung, FZG; SR 831.425) beim Wertschriftensparen keine Vermögensverwaltungsverträge mit externen Vermögensverwaltern zugelassen werden (vgl. S. 9 der Erläuterungen unter [www.bsv.admin.ch/aktuell/medien/00120/index.html?lang=de&msg-id=35176](http://www.bsv.admin.ch/aktuell/medien/00120/index.html?lang=de&msg-id=35176)).
- <sup>153</sup> [www.efd.admin.ch/dokumentation/medieninformationen/00467/index.html?lang=de&msg-id=52](http://www.efd.admin.ch/dokumentation/medieninformationen/00467/index.html?lang=de&msg-id=52) (S. 13 f. und 16 f.).
- <sup>154</sup> EBK-Jahresbericht 2005 S. 40 f.
- <sup>155</sup> [www.swissbanking.org/referat\\_rou\\_040601.pdf](http://www.swissbanking.org/referat_rou_040601.pdf) (S. 6 ff.).
- <sup>156</sup> Dies ist bspw. auch eine der Folgen der mit dem Bundesgesetz über die Zulassung und Beaufsichtigung von Revisorinnen und Revisoren vom 16. Dezember 2005 (Revisionsaufsichtsgesetz, RAG; SR 221.302) geschaffenen Vorgaben.
- <sup>157</sup> Gemäss Definition der Expertenkommission ZIMMERLI in ihrem I. Teilbericht „Integrierte Finanzmarktaufsicht“ vom Juli 2003 handelt es sich beim Begriff „prudentielle Aufsicht“ um einen „[...] Sammelbegriff für das Instrumentarium in einem Aufsichtssystem, das die Solvenz der beaufsichtigten Institute sowie die Stabilität des Finanzsystems gewährleisten soll. Die umfassende Aufsicht beruht dabei auf den Pfeilern einer Bewilligungspflicht einer bestimmten Tätigkeit und der laufenden Überwachung der Bewilligungsvoraussetzungen und weiteren regulierten Sachverhalten“ ([www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/00941/index.html?lang=de](http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/00941/index.html?lang=de) [S. 20]).
- <sup>158</sup> Fn. 33.
- <sup>159</sup> Fn. 83.
- <sup>160</sup> Vom „übrigen“ Finanzsektor spricht auch die Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 6. November 2008 über die Verhinderung von Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung im übrigen Finanzsektor (Geldwäschereiverordnung-FINMA 3, GwV-FINMA 3; SR 955.033.0).
- <sup>161</sup> Bei Art. 3 FINMAG wäre entsprechend klarzustellen, wer von der FINMA laufend prudentiell beaufsichtigt wird und wer (nur, aber immerhin) Registrierungspflichten erfüllt (hat).
- <sup>162</sup> Diesbezüglich sind im übrigen die geltenden Anforderungen im Bereich der Versicherungsvermittlung nicht restlos geklärt; vgl. die bundesverwaltungsgerichtlichen Urteile B-1566/2007 vom 14. Juli 2008, B-6395/2007 vom 17. Juli 2008 sowie B-2356/2008 vom 13. Januar 2009 (abrufbar unter [www.bvger.ch](http://www.bvger.ch)).
- <sup>163</sup> Zum Vergleich: Das Bundesgesetz über den Konsumkredit (Fn. 75) sieht eine Bewilligungserteilung für jeweils fünf Jahre vor, soweit folgende Voraussetzungen gegeben sind: guter Ruf, Gewähr,



- keine relevanten Straftaten in den letzten fünf Jahren, keine Verlustscheine, mindestens drei Jahre einschlägige Berufspraxis, Versicherung o.ä.
- <sup>164</sup> Allerdings könnten die Dienstleister verpflichtet werden, die anlässlich der Registrierung eingereichten Unterlagen nach einer bestimmten Zeitspanne erneut einzureichen (ansonsten sie aus dem Register gestrichen würden).
- <sup>165</sup> Art. 3 FINMAG.
- <sup>166</sup> Art. 6 Abs. 2 KKV müsste dann in seiner Terminologie ebenfalls angepasst werden („externe“ statt „unabhängige“ Vermögensverwaltung).
- <sup>167</sup> Fn. 133.
- <sup>168</sup> Für zugelassene Kreditinstitute sind die Zulassungsbestimmungen der MiFID nicht anwendbar.
- <sup>169</sup> Art. 13 MiFID.
- <sup>170</sup> Art. 17 MiFID.
- <sup>171</sup> Das Bundesgericht hat bin anhin eine Beweislastumkehr wie im deutschen Recht abgelehnt, wonach „derjenige, der vertragliche oder vorvertragliche Aufklärungspflichten verletzt, dafür beweispflichtig ist, dass der Schaden auch eingetreten wäre, wenn er sich pflichtgemäss verhalten hätte“ (BGE 124 III 155 ff).
- <sup>172</sup> Vgl. Oehler/Kohlert/Jungermann 2009 S. 10 f. m.w.H.
- <sup>173</sup> Vgl. Art. 40b OR e contrario sowie Art. 40c OR.
- <sup>174</sup> Vgl. jedoch Art. 89 und 89a VVG.
- <sup>175</sup> Ein Widerrufsrecht sehen auch Art. 16 KKG (Fn. 75) sowie Art. 7 E-VVG vor.
- <sup>176</sup> Es kann ja nicht sein, dass Kunden bspw. ein von ihnen beim Kauf einer Aktie bewusst eingegangenes Kursrisiko einfach so nachträglich abwälzen können. Ansonsten würden sie jeweils von einem „Gratis-Put“ oder einer Versicherung ohne Prämie profitieren.
- <sup>177</sup> Vgl. etwa BGE 124 III 155 ff.
- <sup>178</sup> SR 241.
- <sup>179</sup> Bei Missbräuchen in Versicherungsverträgen kann die FINMA einschreiten. Beispiele für Missbräuche finden sich in Art. 117 AVO. Dazu zählt unter anderem die Verwendung „von Vertragsbestimmungen, die gegen zwingende Normen des Versicherungsvertragsgesetzes oder gegen zwingende Normen anderer Erlasse, die auf den Vertrag anwendbar sind, verstossen“, sowie von „Vertragsbestimmungen, welche eine der Vertragsnatur erheblich widersprechende Verteilung von Rechten und Pflichten vorsehen“. Darüber hinaus müssen gestützt auf Art. 4 Abs. 2 Bst. r VAG „die Tarife und Allgemeinen Versicherungsbedingungen, welche in der Schweiz verwendet werden bei der Versicherung von sämtlichen Risiken in der beruflichen Vorsorge und in der Zusatzversicherung zur sozialen Krankenversicherung“, vor der Aufnahme der Versicherungstätigkeit durch die FINMA genehmigt werden. Änderungen sind der FINMA zur Genehmigung einzureichen. Im Entwurf zum Börsengesetz war vorgesehen, dass Effektenhändler die Sorgfaltspflichten gemäss Artikel 11 in ihren Allgemeinen Geschäftsbedingungen zu konkretisieren hatten und dass jene zu ihrer Gültigkeit der Genehmigung der Aufsichtsbehörde bedurft hätten. Das Parlament sah hiervon schliesslich ab.
- <sup>180</sup> So bereits die EBK im EBK-Jahresbericht 2006 S. 40 f. Zum aktuellen Stand von Literatur und Rechtsprechung sowie stehenden Gesetzesänderungen zur Inhaltskontrolle vgl. Koller, Thomas: Einmal mehr – das Bundesgericht und seine verdeckte AGB-Inhaltskontrolle, in: AJP 2008 S. 943–953 (zur VVG-Revision vgl. insbesondere S. 952 f.).
- <sup>181</sup> BBI 2009 S. 21 ff.
- <sup>182</sup> Vgl. auch das Ziel des Gesetzgebers, mit Art. 107 ZPO weitgehend auf im Bundesrecht verstreute Einzelregelungen zu Billigkeitsfragen im Rahmen der Prozesskosten zu verzichten (BBI 2006 S. 7298).
- <sup>183</sup> Bei einer Sammelklage werden Rechts- und Tatsachenfragen für sämtliche Mitglieder einer Gruppe geklärt, selbst wenn nicht alle der betroffenen Personen am Verfahren unmittelbar beteiligt sind.



- <sup>184</sup> Art. 71 Abs. 1 ZPO: „Sollen Rechte und Pflichten beurteilt werden, die auf gleichartigen Tatsachen oder Rechtsgründen beruhen, so können mehrere Personen gemeinsam klagen oder beklagt werden.“ – Bei Anleiensobligationen bilden im übrigen sämtliche Gläubiger von Gesetzes wegen eine sog. Gläubigergemeinschaft, soweit die Anleiensobligationen mit einheitlichen Anleiensbedingungen unmittelbar oder mittelbar durch öffentliche Zeichnung ausgegeben wurden (vgl. Art. 1157 Abs. 1 OR).
- <sup>185</sup> BBI 2006 S. 7224.
- <sup>186</sup> BBI 2006 S. 7290. Zur Rechtsvergleichung Walter, Hans Peter: Prozessuale Aspekte beim Streit zwischen Kunden und Vermögensverwalter, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht 2008 S. 99–134, 129 ff
- <sup>187</sup> Beispiel: Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft betreffend die Direktversicherung mit Ausnahme der Lebensversicherung vom 10. Oktober 1989 (SR 0.961.1). Vgl. auch den Call for Evidence on mutual recognition with non-EU jurisdictions, 8. Juni 2009, von CESR.
- <sup>188</sup> Recht dient ja grösstenteils der Verlagerung von Verantwortlichkeiten: die Eigenverantwortung der einen Partei wird ausgeblendet und eine andere Partei wird (mehr oder weniger) verpflichtet, diese Verantwortung zu übernehmen. Grundsätze wie „Caveat emptor“ o.ä. gelten dann nicht mehr (oder nur noch eingeschränkt).
- <sup>189</sup> Dies gilt aber auch für andere Lebensbereiche. Niemand sollte vor dem Gang zum Arzt oder in die Apotheke erst Medizin bzw. Pharmazie studieren müssen.
- <sup>190</sup> Beispielsweise zeigte eine Umfrage in Deutschland, dass 65% der Befragten zugaben, in finanziellen Belangen eher „Anfänger“ als „Experten“ zu sein. Dennoch wollten 69% der Befragten klarerweise keine zusätzlichen Informationen zu diesem Thema in Anspruch nehmen. Dies sei ihnen zu langweilig und sie hätten dazu keine Lust (Fn. 53).
- <sup>191</sup> Fn. 2.
- <sup>192</sup> Gestützt auf Art. 34 FINMAG.
- <sup>193</sup> Vgl. Art. 5 Abs. 2 Bst. b KAG.
- <sup>194</sup> Fn. 41.
- <sup>195</sup> Vgl. Art. 11 Abs. 2 BEHG.
- <sup>196</sup> Vgl. z.B. Art. 7 der erwähnten „Verhaltensregeln für Effektenhändler“ zur Transparenz bei der Abrechnung im Vergleich zu Rz 27 ff. FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“.
- <sup>197</sup> Vgl. Abschnitt 7.4.
- <sup>198</sup> Für kollektive Kapitalanlagen vgl. immerhin Art. 24 KAG, wonach die Bewilligungsträger die Vorkehrungen treffen müssen, „die notwendig sind, um eine seriöse Akquisition und objektive Beratung der Kundinnen und Kunden zu gewährleisten“.
- <sup>199</sup> Vgl. z.B. die Anwendbarkeit der im FINMA-RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ statuierten Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard, welche gestützt auf Art. 6 Abs. 2 Bst. b und c KKV auch auf Vermögensverwalter anwendbar sind, die für einen Kunden eine kollektive Kapitalanlage erwerben wollen und der Kunde kein qualifizierte Anleger ist. Gegen unzulässigerweise ohne Bewilligung, Anerkennung, Zulassung oder Registrierung tätige Personen gelangt zudem Art. 44 FINMAG zur Anwendung.
- <sup>200</sup> Fn. 146.

**Anhänge**

Archiv

## 1 Privatkunden und ihre Bedürfnisse

In der Vergangenheit investierten Privatkunden ihre Ersparnisse überwiegend in Finanzprodukte mit niedrigen Renditen und entsprechend geringfügigen Risiken. Es dominierten einfache Sparprodukte wie Sparhefte und Sparkonti. Aufgrund der Entwicklung der Kapitalmärkte in den letzten Jahren begannen auch Privatkunden, vermehrt in Anlageprodukte ausserhalb des traditionellen Sparens zu investieren und damit an den teilweise **beträchtlichen Wertsteigerungspotentialen** zu partizipieren. Finanzdienstleister nahmen den Trend auf und vertrieben zunehmend Aktien, Obligationen oder zusammengesetzte Produkte wie Anlagefonds oder Strukturierte Produkte an ihre Kunden. Produkte mit grösserem Wertsteigerungspotential bergen jedoch für deren Käufer auch höhere Risiken (oder entsprechende Absicherungskosten), insbesondere die **Gefahr von Werteinbussen bis hin zum Totalverlust**. Es ist daher von besonderer Wichtigkeit, dass sich Kunden nicht nur der Nachteile entsprechender Anlagen bewusst sind (**Risikobewusstsein**) und subjektiv ihre persönliche Neigung zum Risiko bestimmen (**Risikobereitschaft**), sondern auch objektiv in der Lage sind, allfällige Verluste tragen zu können, ohne sich erheblichen finanziellen Problemen **ausgesetzt** zu sehen (**Risikofähigkeit**). Im Zusammenhang mit der Finanzkrise sah sich der Schweizerische Bankenombudsman veranlasst, auf eine in seinen Augen eigenständige Kundenkategorie hinzuweisen, den „Sparer im engeren Sinn“:

### Vertiefung 13: „Sparer im engeren Sinn“

„Beim Sparer im engeren Sinn handelt es sich um eine Person, für welche die Sicherheit der Anlage absolut im Vordergrund steht. Der Sparer bringt sein Geld zu derjenigen Bank, welcher er vertraut. Aus diesem Grund vertraut er auch seiner Bezugsperson bei der Bank. Er kennt sich mit Börsengeschäften nicht aus und käme nicht auf die Idee, sich bei der Bank nach anderen Anlageformen zu erkundigen. Sein Geld liegt auf einem Konto oder ist allenfalls in Kassenobligationen oder Termingeldern seiner Bank investiert. Der Sparer entscheidet sich nur dann für ein anderes Produkt, wenn er von seiner Bezugsperson bei der Bank aktiv angesprochen wird und ihm Anlagen empfohlen werden, welche als ebenso sicher wie seine bisherige Anlage geschildert werden. Er will in jedem Fall keine Kapitalverluste erleiden. Im Gegensatz zum Sparer kümmert sich der Anleger selbst um sein Geld. Er verfolgt die Entwicklung an den ihn interessierenden Märkten und verlangt von seinem Bankberater, dass er ihm Alternativen empfiehlt. Für ihn spielt – nebst anderen Aspekten – auch die Rendite eine Rolle.“<sup>1</sup>

Risikobereitschaft und -fähigkeit werden stark durch die persönliche Einschätzung und Lebenssituation geprägt und können selbst bei vergleichbaren finanziellen Verhältnissen ganz unterschiedlich ausfallen.<sup>2</sup> Gemeinhin steigt die Bereitschaft zum Risiko mit zunehmendem Einkommen und Vermögen, ist aber gleichzeitig von der Lebensphase abhängig. Während Kunden im jüngeren und mittleren Alter häufig grössere Risiken eingehen können und wollen, weil allfällige Verluste mit zukünftigem Einkommen kompensiert werden, nehmen Risikofähigkeit und Risikobereitschaft in den Jahren vor der Pensionierung deutlich ab. Auch laufende oder zukünftige Verpflichtungen, wie z.B. die Belastung durch eine Hypothek oder die Finanzierung der Ausbildung der Kinder, beeinflussen die Risikofähigkeit der Kunden und damit auch die Auswahl der für ihre Bedürfnisse geeigneten Produkte. Bevor ein Kunde

eine Investition tätigt, muss er sich daher seiner finanziellen Situation sowie seiner zukünftigen Bedürfnisse bewusst sein.<sup>3</sup>

Die Kenntnis der eigenen Risikobereitschaft und -fähigkeit entscheidet über die für einen Kunden geeignete Anlagestrategie und die für ihn geeigneten Finanzprodukte. Die Geeignetheit einer Anlagestrategie für einen konkreten Kunden ergibt sich aus der Eignung der Mischung aller Finanzprodukte der Strategie und der einzelnen Produkte für sich. Ein konkretes Finanzprodukt, wie z.B. die Aktie einer Unternehmung, mag als Bestandteil eines diversifizierten Portfolios geeignet sein, als alleinige Anlage jedoch nicht. Umgekehrt mögen andere Finanzprodukte für bestimmte Kundenkategorien grundsätzlich keine geeignete Anlagemöglichkeit darstellen. Die Eignung eines Finanzprodukts hängt jedoch nicht nur von den Eigenschaften des Produkts selber ab, sondern auch von denen des Kunden. Trotz der Individualität der Kundenbedürfnisse lassen sich Kunden in einzelne Segmente einteilen, so dass die Kunden des gleichen Segments ähnliche Voraussetzungen aufweisen und damit zu einem gewissen Grad ähnlich behandelt werden können. Im geltenden Schweizer Aufsichtsrecht erfolgt für die Beurteilung der Eignung von Finanzprodukten unter dem Gesichtswinkel des Individualschutzes teilweise – wenn auch uneinheitlich – eine Einteilung in „qualifizierte“ sowie übliche „Publikums“-Kunden.

Zwar kann jeder Privatkunde heute aus einer Vielzahl von Finanzprodukten auswählen. Der notwendige Zugang zur Finanzmarktinfrastruktur wird von Banken und Effekthändlern zu günstigen Konditionen und ohne besondere Voraussetzungen zur Verfügung gestellt. Jedoch fehlt vielen Privatpersonen die fachliche Kompetenz, das Interesse oder die Zeit zur Festlegung und Umsetzung der für sie angemessenen Anlagestrategie. In diesen Fällen sind Kunden auf Beratung angewiesen oder ziehen es sogar vor, ihre Vermögensverwaltungsbelange vollends in die Obhut eines Dienstleisters zu übergeben. Das Bedürfnis des Kunden geht solchenfalls deutlich über die Empfehlung oder den Verkauf von Finanzprodukten hinaus. Vielmehr wäre die oben erwähnte Bedarfs- und Risikoanalyse als integraler Bestandteil der Anlageberatung oder Vermögensverwaltung im Mandat zu sehen. Diese Dienstleistungen sind allerdings mit Kosten verbunden, welche einen realisierten Wertzuwachs erheblich schmälern können. Gleiches gilt im Übrigen mit Blick auf die jeweiligen Kosten einzelner Finanzprodukte, insbesondere – aber nicht nur – wenn sie aktiv verwaltet werden oder Absicherungsstrategien beinhalten.<sup>4</sup>

## 2 Finanzprodukte

Es gibt im schweizerischen Recht keine einheitliche oder vollständige Terminologie für Finanzprodukte.<sup>5</sup> Bereits aus historischen Gründen ist das geltende Schweizer Aufsichtsrecht sektoriell und institutionell gegliedert (vgl. auch Anhang 4),<sup>6</sup> und es fallen nicht alle denkbaren Finanzprodukte und Finanzdienstleistungen in den Aufsichtsbereich der FINMA. Vorliegend wird der Begriff „**Finanzprodukte**“ als Oberbegriff verwendet, unter den beispielsweise Spar- und andere Einlagen-, Vorsorge- sowie Anlageprodukte subsumiert werden können.<sup>7</sup> Während etwa Depositen- und Einlagenkonti, Kontokorrentkonti und Festgelder zu den normalen Einlagenprodukten zählen, qualifizieren als spezifische Sparprodukte vor allem die klassischen Sparhefte und Sparkonti sowie moderne Sparformen wie Wertpapier- und Fondssparen.<sup>8</sup> Sparen kann zum einen im Hinblick auf geplante Ausgaben erfolgen

(Zwecksparen, z.B. Bausparen), aber auch, um sich vor Notsituationen (wie Krankheit, Invalidität oder Arbeitslosigkeit) zu schützen oder um einen gewohnten Lebensstandard im Alter weiterführen zu können (Vorsorgesparen). Letzterem dienen auch Vorsorgeprodukte wie Lebensversicherungen.<sup>9</sup> Entsprechend schützt die Finanzmarktaufsicht Sparer und andere Einleger sowie Versicherte (vgl. Art. 5 FINMAG; zu den Versicherungsprodukten siehe Vertiefung 16).

#### Vertiefung 14: Spar- und Einlagenprodukte

Bei **Sparprodukten** handelt es sich um die grundlegendste und einfachste Form des Vermögensaufbaus oder des Vermögenserhalts. Grundsätzlich dient das Sparen dazu, den Konsum über einen bestimmten Zeitraum zu verteilen. Es gibt verschiedene Ziele beim Sparen: namentlich Zwecksparen, Vorsorgesparen und Vermögensaufbau. Während das Banksparen insb. auf Sparkonti fokussiert ist (und die Einlagen durch einen Zins abgegolten werden und der Einlagensicherung unterliegen), bezeichnen die Kategorien Fondssparen und Versicherungssparen eher die Tätigkeit der Vorsorge durch eine gezielte Anlage in bestimmte Anlageprodukte, die **keinen garantierten Zins**, sondern einen langfristigen Vermögenszuwachs versprechen.

Beispiele für **Einlagenprodukte** sind – nebst den bekannten Depositen- und Einlagenkonti – Festgelder und Treuhandanlagen. Letztere sind weniger liquide als Sparprodukte, welche rasch vom Kunden zurückgezogen werden können.<sup>10</sup> Festgelder (oder Termingelder) werden ab einem Mindestbetrag (meist ab CHF 100'000) mit einer Laufzeit von einem bis zwölf Monaten entgegen genommen. In der Bankbilanz werden sie als Verpflichtungen gegenüber Kunden auf Zeit verbucht. Festgelder stellen ein wichtiges Refinanzierungsinstrument der Banken dar. Am Ende der Laufzeit können sie entweder als Sichteinlagen weitergeführt oder in Spareinlagen umgewandelt werden oder aber es wird die Laufzeit verlängert, mit dem zum Zeitpunkt gültigen Zinssatz. Treuhandanlagen sind Guthaben (meist Festgelder), welche von der Bank in eigenem Namen, aber auf Rechnung und Gefahr des Kunden bei Drittparteien angelegt werden. Erhaltene Zinsen leitet die Bank unter Einbezug einer Treuhandkommission direkt an den Kunden weiter. Der Kunde kann zwischen einer einmaligen oder mehrmaligen Anlage wählen, wobei bei der ersten Variante der Kunde die Gegenpartei auswählt und bei der zweiten die Bank.<sup>11</sup> Anders als bei Festgeldern liegen die Einlagen in der Folge nicht bei der Hausbank, sondern bei einem Drittinstitut (u.U. im Ausland).

Die Finanzmarktaufsicht schützt aber auch Anleger an Effektenmärkten, Märkten für kollektive Kapitalanlagen und weiteren Märkten, an denen diese in Anlageprodukte investieren. Klassische Anlageprodukte sind Aktien sowie Obligationen und Pfandbriefe als obligationenähnliche Wertpapiere. Während Aktien Beteiligungsrechte verkörpern, steht bei Obligationen und Pfandbriefen eine Forderung im Vordergrund. Beteiligungsrechte beinhalten auch Anteile an Kollektivanlagen, insbesondere Anteile an Anlagefonds.<sup>12</sup> Umgekehrt verkörpern Strukturierte Produkte grundsätzlich ein Forderungsrecht gegenüber dem Emittenten und zählen nicht zu den Kollektivanlagen<sup>13</sup>. Sie setzen sich aus der Kombination verschiedener Elemente zusammen und ihr Rückzahlungswert hängt von der Entwicklung eines oder mehrerer Basiswerte ab.

### Vertiefung 15: Anlageprodukte

**Aktien Obligationen** und **Pfandbriefe** werden zur Mittelbeschaffung ausgegeben. Unternehmen wie auch Emittenten der öffentlichen Hand verschaffen sich damit risikotragendes Eigenkapital (bei Aktien) oder mittel- bis langfristiges Fremdkapital (bei Obligationen und Pfandbriefen). Aktien und Obligationen können grundsätzlich selbst emittiert werden. Häufig ziehen gerade Nichtbanken als Emittenten Banken und Effekthändler – u.U. ein Syndikat unter Federführung eines Lead-Manager – zur Emission bei. Pfandbriefanleihen werden dagegen nicht von Banken oder Privaten begeben, sondern ausschliesslich durch die dafür spezialgesetzlich ermächtigten beiden Pfandbriefzentralen. Dadurch sollen den jeweiligen Mitgliedsbanken langfristige Mittel für die Hypothekarfinanzierung erstklassiger Liegenschaften in der Schweiz beschafft werden.

**Kollektivanlagen** basieren auf der Idee, nach dem Grundsatz des „Pooling“ gemeinsam Anlagen zu tätigen. Vermögenswerte mehrerer Anleger werden zusammengezogen und gemeinsam investiert. So entstehen Skaleneffekte, welche aus Sicht des Verwaltungsaufwands aber auch der Risikoverteilung eine kostengünstigere Anlage ermöglichen und so auch Kunden mit kleinerem Vermögen gewisse Anlagemöglichkeiten, insbesondere im Hinblick auf die Diversifikation, überhaupt erst erschliessen. Kollektivanlagen können vertraglich oder in Gesellschaftsform aufgesetzt sein. Zu ersteren zählen vor allem Anlagefonds. Diese haben in der Regel eine unbegrenzte Laufzeit und sind – im Fall von schweizerischen Anlagefonds – vom übrigen Vermögen der Fondsleitung getrennte Sondervermögen. Die Investition des Fondsvermögens obliegt der Fondsleitung, welche diese an externe Portfoliomanager delegieren kann.<sup>14</sup> Dabei wird – vereinfacht gesprochen – entweder passiv ein Index abgebildet oder es wird versucht, aktiv den Markt zu schlagen. Indexfonds sind häufig als Exchange Traded Funds (ETFs) ausgestaltet, deren Anteile an einer Börse gehandelt werden. Üblicherweise beträgt das Volumen eines Anlagefonds mehrere Dutzend Millionen Franken; so lassen sich erhebliche Skalenerträge realisieren.

**Derivate** werden teils auch für Privatanleger angeboten („Retail-Derivate“). Darunter fallen insbesondere verbrieftete Derivate wie etwa Hebelprodukte sowie standardisierte Derivatkontrakte. Der Begriff „Hebelprodukt“ ist gesetzlich nicht definiert. Auf dem schweizerischen Markt werden darunter regelmässig Optionen verstanden, welche als Wertpapiere oder Wertrechte emittiert und gehandelt werden. Diese Produkte werden auch als Warrants oder Optionsscheine bezeichnet. Eine Hebelwirkung kommt ihnen insofern zu, als die für eine Investition in einen Warrant zu leistende Prämie erheblich tiefer ist als der Wert des mit dem Warrant bewegten Volumens. Standardisierte Derivatkontrakte werden an Terminbörsen zu vereinheitlichten Bedingungen gehandelt, wobei die Kontraktsspezifikationen durch die jeweilige Terminbörse – in der Schweiz durch die Eurex – festgelegt werden. Anders als verbrieftete Derivate werden diese Produkte nicht mittels einer Emission geschaffen und anschliessend zwischen verschiedenen Marktteilnehmern gehandelt. Vielmehr entstehen sie mit dem Kauf oder Verkauf der Kontrakte. Das Zurücktreten von einer Position wird nicht durch den Verkauf des Kontrakts an eine Drittperson, sondern durch den Abschluss eines Gegengeschäfts erreicht.

**Strukturierte Produkte**, die sich technisch aus verschiedenen Elementen zusammensetzen und auf diese Weise zu einem neuen Produkt verknüpft sind, kombinieren Anlagemöglichkeiten mit Absicherungs- oder Spekulationsstrategien. Rechtlich verkörpern sie ein Forderungsrecht gegenüber dem Emittenten mit – zusätzlich zum Marktrisiko – entsprechendem Ausfallrisiko.<sup>15</sup> Andererseits erlauben



solche Produkte eine Abstimmung des Rendite-Risiko-Profiles quasi für jede Marktlage und bieten die Möglichkeit, seitwärts, in stagnierende oder gar fallende Märkte zu investieren. Die Laufzeit Strukturierter Produkte liegt i.d.R. zwischen ein bis fünf Jahren oder ist unbeschränkt. Für den Emittenten kann es sich bereits ab CHF 100'000 lohnen, ein Strukturiertes Produkt zu erstellen.

Zu den Anlageprodukten zählen auch **Rohstoffe** und **Sachwerte** (z.B. Öl, Edelmetalle, Immobilien) sowie **Devisen**.

Anlageprodukte können auch in Vorsorgeprodukte (insbesondere Lebensversicherungen) übertragen und „ummantelt“ werden.<sup>16</sup> Davon unabhängig dienen Lebensversicherungen, soweit sie Kapital bilden, u.a. ebenfalls der Vermögensanlage. Bei sogenannten Kapitalisationsgeschäften, die nicht als „Versicherungen“ bezeichnet werden dürfen,<sup>17</sup> überwiegt der Anlagecharakter sogar klar.

#### Vertiefung 16: Versicherungsprodukte

Während das geltende Versicherungsvertragsrecht bei seinen besonderen Bestimmungen zwischen Schadenversicherung und Personenversicherung unterscheidet, knüpft das Aufsichtsrecht im Rahmen der Bewilligungserteilung an einzelne Versicherungszweige an.<sup>18</sup> Entsprechende Versicherungsprodukte<sup>19</sup> werden von bewilligten Versicherern entwickelt. Mit Blick auf den Bedarf decken Vorsorgeprodukte wie Lebensversicherungen auch Bedürfnisse der Vermögensanlage ab.<sup>20</sup> Eine Lebensversicherung kann zudem bei Bedarf auch als Kreditsicherungsinstrument eingesetzt werden. Seit Jahrzehnten populär ist die gemischte Lebensversicherung, die Elemente des Risikoschutzes mit Spar- resp. Anlageelementen verbindet: Neben der Vorsorge für den Tod oder das Alter können mittelfristige Sparziele erreicht werden. Im Unterschied zur traditionellen gemischten Lebensversicherung, bei welcher der Versicherer die Verantwortung über die Kapitalanlagen trägt, entscheidet bei einer fondsgebundenen Lebensversicherung primär der Kunde, wie sein Kapital investiert werden soll.<sup>21</sup>

Einzelne Finanzprodukte haben sich einander in ihrer Ausgestaltung stark angenähert – sind jedoch unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen unterworfen (vgl. Anhang 5). So existieren beispielsweise einerseits fonds-basierte Strukturierte Produkte und andererseits Anlagefonds, die in Strukturierte Produkte investieren.<sup>22</sup> Zudem erfüllen viele Produkte vergleichbare Kundenbedürfnisse und sind daher substituierbar.<sup>23</sup>

### 3 Wertschöpfungskette

Es gibt mehrere Möglichkeiten zur Darstellung der Wertschöpfungskette im Finanzsektor.<sup>24</sup> Eine der einfachsten Darstellungen richtet sich daran aus, dass ein Finanzprodukt hergestellt (Abschnitt 3.1) und anschliessend an die Kunden vertrieben wird (Abschnitt 3.2). Diese Perspektive widerspiegelt das **aktuell dominierende Modell des (aktiven) Vertriebs von Finanzprodukten durch Produzenten und Vertriebspartner**, d.h. Verkaufsvermittler („push-side“). Als Gegenparteien der Produzenten und Vertrieber stehen am Point of Sale bzw. Point of Purchase die Kunden, die sich teilweise von Ein-

kaufvermittlern („pull-side“) beraten oder gar mittels Vollmacht vertreten lassen, um Finanzprodukte zu erwerben (Abschnitt 3.3) und u.U. später zu handeln (Abschnitt 3.4).

### 3.1 Produktion

Die Produktion setzt sich mit allen Belangen der Herstellung auseinander. Sie umfasst den gesamten Prozess von der unternehmerischen Überlegung, ein Finanzprodukt aufzulegen, bis hin zur Fertigstellung des Produkts unter Berücksichtigung aller relevanten rechtlichen Gegebenheiten. Die Produkterzeuger sind bei zusammengesetzten Produkten zudem verantwortlich für die Verwaltung der Produktkomponenten.

Klassische Tätigkeit einer Bank ist die Entgegennahme von Einlagen (Passivgeschäft) auf der einen Seite und die Ausgabe von Krediten (Aktivgeschäft) auf der anderen Seite.<sup>25</sup> Dadurch erfüllen Banken eine wichtige Funktion, indem sie als Intermediäre Kredite vermitteln und dabei beispielsweise mittels mehrerer kleinerer Einlagen die Nachfrage nach grösseren Krediten befriedigen oder Spar- und Kreditbedürfnisse mit unterschiedlichem Zeithorizont ausgleichen. Darüber hinaus widmen sich Banken aber auch der Vermögensanlage im engeren Sinn. Neben dem Angebot an Einlagen- und Sparprodukten (und hier weniger interessierenden Kreditprodukten) erfüllen Banken heute diverse weitere Funktionen wie etwa im Zusammenhang mit Emissionen (vgl. Abschnitt 3.2) oder der Vermögensanlage aus Sicht des Kunden (vgl. Abschnitt 3.3). Während Spar- und Einlagenprodukte von Gesetzes wegen Banken vorbehalten sind, treten an den einzelnen Finanzmärkten ganz unterschiedliche „Hersteller“ als Anbieter von Anlageprodukten auf (siehe Vertiefung 15).

Bei Versicherungen lässt sich jemand eine Leistung versprechen für den Fall, dass sich eine bestimmte Gefahr verwirklicht, und zahlt für dieses Versprechen – unabhängig davon, ob sich die Gefahr verwirklicht – ein Entgelt, die Versicherungsprämie(n).<sup>26</sup> Versicherungsprodukte dürfen nur durch gemäss VAG bewilligte Versicherungsunternehmen ausgegeben werden.

#### Vertiefung 17: Produktion in ausgewählten Zahlen

Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf den Aufsichtsbereich der FINMA:

Ende 2009 waren in der Schweiz 330 Banken sowie 350 Raiffeisenbanken bewilligt. Deren Verpflichtungen gegenüber Kunden in Spar- und Anlageform betragen für das Jahr 2009 CHF 426 Mrd., wobei die durchschnittliche Verzinsung über alle Bankengruppen hinweg bei 0,8% lag. Termineinlagen bestanden in der Höhe von CHF 417 Mrd., wobei der Grossteil der Termineinlagen bei den Grossbanken angelegt war (rund 75%). Diese Verpflichtungen auf Zeit machten durchschnittlich rund 16% der Bilanzsumme aus; die meisten Anlagen erfolgten in USD (52%), gefolgt von EUR (17%) und CHF (rund 15%). Im Vergleich zum Vorjahr reduzierten sich die Treuhandgelder im Jahr 2009 um 35,1% auf nunmehr CHF 248 Mrd.

Zur Ausübung des Versicherungsgeschäfts waren Ende letzten Jahres 25 Lebensversicherer, 125 Schadenversicherer, 69 Rückversicherer und 40 im Bereich der Krankenzusatzversicherung aktive Krankenkassen zugelassen. Die Lebensversicherer gewährten im Jahr 2008 Versicherungsleistungen

von über CHF 31 Mrd., wovon mehr als 9 Mrd. auf klassische Einzelversicherungen und rund CHF 1,8 Mrd. auf anteilgebundene Lebensversicherungen entfielen. Versichert waren 2008 im Lebensbereich Summen in Höhe von knapp CHF 250 Mrd. (Einzelkapital) und knapp CHF 2 Mrd. (Einzelrenten). In der Lebensversicherung werden rund 3,6 Mio. Einzelpolicen verwaltet (wovon knapp 200'000 Rentenverträge) und knapp 2,2 Mio. Verträge der beruflichen Vorsorge (inkl. knapp 20'000 Kollektivlebensversicherungen). Das dazugehörige Deckungskapital beträgt über 200'000 Mio. Franken. Die sechs grössten Lebensversicherer kommen zusammen auf einen Marktanteil von ungefähr 90%.

Ende 2009 gab es – wie bereits ein Jahr zuvor – 49 bewilligte Fondsleitungen. Als von ihnen beauftragte Portfoliomanager (d.h. Vermögensverwalter bzw. „Asset Manager“ nach KAG) waren gleichzeitig 70 Personen oder Unternehmungen seitens der FINMA bewilligt. Mit Blick auf die Produkte selbst gab es 1343 genehmigte schweizerische Kollektivanlagen (wovon sieben geschlossene) sowie 5159 genehmigte ausländische Kollektivanlagen (wovon 4761 europakompatibel).

(Quelle: FINMA)

### 3.2 Vertrieb

Während sich die Produktion mit allen Belangen der Herstellung auseinandersetzt, ist der Vertrieb zuständig, die erbrachte Leistung am Markt zu platzieren und an die entsprechende Zielgruppe zu bringen. Dies geschieht entweder über die eigene Vertriebsstruktur – was bei grossen Instituten eher gegeben ist als bei kleineren – oder aber durch Vertriebskanäle Dritter, welche als Vertriebspartner für bestimmte Produkte agieren.

Bei **Bankspar- und -einlagenprodukten** handelt es sich um Produkte mit für die Bank und den Kunden eher niedrigen Renditen. Da hinsichtlich dieser Produkte auch eine Grundnachfrage gegeben ist, steht deren aktiver Vertrieb nicht im Vordergrund. Solche Produkte eignen sich folglich eher als Übergangslösung (bis der Kunde einen bestimmten Betrag angespart hat und diesen nun höher rentierend in eine andere Anlageform umschichtet) oder aber für Personen, welche kein Risiko eingehen möchten.<sup>27</sup> Ebenso wird das aktive Anbieten von **Festgeldern** und **Treuhandanlagen** grundsätzlich eher auf bestehende Kundenbeziehungen fokussiert, als dass durch aktives Marketing in diesem Bereich versucht wird, neue Kunden zu gewinnen. Allerdings nehmen Banken teils die Dienste Dritter in Anspruch (z.B. von Anwälten oder Immobilienmaklern), die ihnen Neukunden und damit Neugelder zuführen.

Auch **Pfandbriefanleihen** werden technisch gesehen so gut wie nicht aktiv vertrieben – und zudem nur selten gegenüber Privatkunden. Sie werden vielmehr dann neu aufgelegt, wenn und soweit seitens der Mitgliedsbanken Finanzierungsbedarf besteht.<sup>28</sup> Beabsichtigt eine der beiden Pfandbriefzentralen auf Grund von Rückmeldungen aus dem Markt die Ausgabe einer Anleihe, werden sämtliche Mitgliedsbanken zur Anmeldung ihres Bedarfs eingeladen. Den Ausgabepreis bestimmt die Pfandbriefzentrale.

Bei **Aktien** und **Obligationen** ziehen gerade Nichtbanken als Emittenten häufig Banken und Effektenhändler – u.U. auch ein Syndikat unter Federführung eines Lead-Manager – zur Emission bei. Die

Bank oder der Effekthändler wird dann entweder kommissionsweise mit der Platzierung beauftragt oder übernimmt die Aktien oder Obligationen fest und platziert sie auf eigene Rechnung (öffentlich oder privat). Bei einer Festübernahme übernimmt die Bank oder der Effekthändler auch das Platzierungsrisiko. Die Festübernahme ist die volumenmässig bedeutsamste und in der Schweiz gebräuchlichste Emissionsart. Den Ausgabepreis setzt die Bank oder der Effekthändler (oder das Konsortium) fest. Er kann auch über pari liegen und folglich ein Agio beinhalten.

Schätzungsweise 90% der **Anlagefonds** werden über Banken vertrieben – seien dies konzerninterne Produkte oder solche einer „unabhängigen“ Fondsleitung. Wer als sog. Vertriebssträger Anteile an Kollektivanlagen vertreibt, erbringt dauernde Leistungen, namentlich Marketing, und erhält dafür eine Entschädigung.<sup>29</sup> Im Fondsbereich fällt bei der Ausgabe eines Anlagefonds i.d.R. eine Ausgabekommission an, z.T. auch eine Rücknahmekommission.

Auch bei **Strukturierten Produkten** werden bisweilen Dritte als Vertriebssträger beigezogen. Dies ist insbesondere der Fall, wenn das Produkt von einer Nichtbank aufgesetzt wird. Es erfolgt dann keine direkte Platzierung, sondern ein Dritter – regelmässig eine Bank – wird kommissionsweise zur Platzierung beauftragt oder übernimmt die Produkte fest. Bei der Emission von Strukturierten Produkten wird oft ein Kaufpreis fällig, der über dem theoretischen Marktwert des Produkts liegt.

Der Vertrieb von **Versicherungen** erfolgt sowohl durch den gesellschaftseigenen Aussendienst als auch über alternative Vertriebskanäle wie Internetplattformen sowie durch gebundene Versicherungsvermittler (insbesondere Agenturen), Kooperationspartner (z.B. Banken, Post, SBB) und Verbände (z.B. Hauseigentümer-, Berufs- und Automobilverbände). Aufgabe des Aussendienstes und gebundener Versicherungsvermittler ist es, mit potentiellen Versicherungsnehmern eine Bedarfsanalyse zu erstellen, ihnen gestützt darauf Lösungen zu unterbreiten und sie in der Folge zum Abschluss eines Vertrages zu bewegen. Ab und zu werden von externer Seite – wie im Bankenbereich bei der Zuführung von Neugeldern – auch nur blosse Koordinaten weitergegeben.

Der Vertriebseinsatz eigener Angestellter erfolgt arbeitsrechtlich und die Entschädigung mit fixen und variablen Lohnkomponenten sowie Spesenabgeltungen. Umgekehrt beruht die Zusammenarbeit mit Externen auf einem Auftrag oder auftragsähnlichen Vertrag oder aber auf einem Verkaufsgeschäft. So oder anders werden die Leistungen des Vertriebssträgers vergütet.

#### Vertiefung 18: Vertrieb in ausgewählten Zahlen

Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf den Aufsichtsbereich der FINMA:

Ende 2009 gab es 425 von der FINMA bewilligte Vertriebssträger kollektiver Kapitalanlagen in der Schweiz. Als gebundene Versicherungsvermittler sind zurzeit ca. 200 Unternehmen sowie über 7'000 natürliche Personen registriert (inkl. Angestellte von Unternehmen). Vom gebundenen Aussendienst der Versicherungsgesellschaften haben sich rund 75% freiwillig im Register für Versicherungsvermittler registrieren lassen.

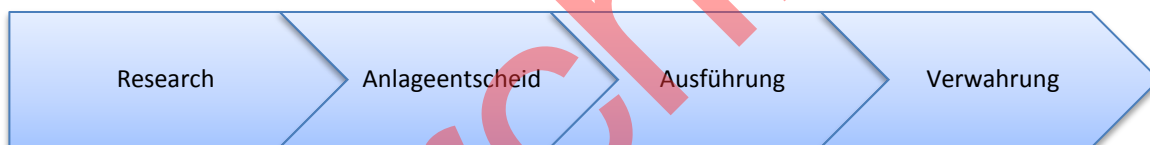
In ihrem Diskussionspapier „Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten“<sup>30</sup> unternahm die EBK eine Schätzung einzelner Vertriebsvergütungen und gelangte zum Resultat, dass 2007 an Banken etwa CHF 3,1 Mrd. betreffend Anlagefonds und CHF 225 Mio. betreffend strukturierten Produkten geflossen seien.<sup>31</sup>

(Quelle: FINMA)

### 3.3 Vermögensanlage

Aus Sicht der Kunden erfolgt die Anlage von Vermögenswerten im Idealfall in folgenden Schritten: Zuerst verschafft sich der Anleger ein Bild vom Finanzmarkt und den erwarteten Entwicklungen sowie der angebotenen Finanzprodukte („**Research**“). Danach trifft er unter Berücksichtigung seiner Situation, seiner Bedürfnisse und Präferenzen den **Anlageentscheid**. Dieser wird **ausgeführt** und kommt bspw. durch Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten zustande. Im Fall von Anlageprodukten werden die gekauften Titel bis zum Verkauf bei einer Depotstelle **verwahrt**:

**Abbildung 3: Ablauf der Vermögensanlage aus Kundensicht**



Quelle: EBK 2008

Dieses Schema passt grundsätzlich auch für den Ablauf beim Erwerb von (Spar-)Einlagen- oder Versicherungsprodukten – ausser dass diese i.d.R. technisch gesehen nicht verwahrt werden müssen.

In der Regel erschliesst sich der Kunde, insbesondere im Retailsegment, das Universum der Finanzprodukte nicht selber. Zum einen hat der Kunde selbst nicht den notwendigen **Zugang** zur Finanzmarktinfrastruktur, den Handelsplattformen sowie den Geld- und Kapitalmärkten. Zum anderen fehlt gerade vielen Privat- aber auch kleineren und mittleren Unternehmenskunden das **Wissen** um die Existenz und den richtigen Einsatz der Produkte. Privat- wie Geschäftskunden sind daher gezwungen, die Dienste von Intermediären in Anspruch nehmen, um Zugang zu Infrastruktur und Märkten zu erhalten oder in Finanzbelangen beraten zu werden. Der Intermediär übernimmt daher zumindest die Rolle eines „**Conduits**“ zwischen Kunde und Finanzmarkt. Indem er seine Dienstleistungen in Produkte verpackt, tritt er auch als **Produzent** und beim Verkauf der Produkte als **Vermittler** auf. In der Praxis können die Rollen von unterschiedlichen Intermediären übernommen werden. Kauft z.B. ein Privatkunde auf Anraten eines externen Vermögensverwalters einen Fonds und legt die Anteilscheine in das Depot seiner Bank, so tritt der externe Vermögensverwalter als Vermittler auf, die Bank stellt den Marktzugang her und die Fondsleitung nimmt die Rolle des Produzenten wahr.

Wer sich als Kunde nicht in eine schlichte Produkteverkaufssituation (inkl. Verkaufsberatung) begibt, sondern mittels Auftrag eine Einkaufsberatung vereinbart oder sogar die Verwaltung von Vermögenswerten delegiert, sollte darauf zählen können, dass nebst hauseigenen Produkten auch Produkte Dritter in Betracht gezogen werden. Eine solche „**offene Architektur**“ hat zwei Vorteile: Zum einen ist sie attraktiver für die Kunden. Ihnen werden optimale Produkte, unabhängig ihrer Herkunft, zur Verfügung gestellt. Zum anderen werden interne Anbieter verstärkt dem Konkurrenzdruck des Marktes ausgesetzt und erhalten so einen Ansporn, ihre Dienstleistungsqualität (noch mehr) zu steigern.

Zur Unterscheidung der jeweiligen **Leistungstiefe** in der Vermögensanlage, die teils auch internetbasiert angeboten wird, hat sich in den vergangenen Jahren folgende Abstufung etabliert:

#### a) Execution Only

Die „Execution Only“-Variante entspricht der Option mit der kleinsten Dienstleistungstiefe. **Der Kunde trifft seine Entscheidungen selbst**, ohne dass er irgendwelche Beratung oder Empfehlung in Anspruch nähme oder erhalte, und er gibt bei Anlageprodukten einem Abwickler, üblicherweise einem Effektenhändler oder einer Bank, selber konkrete Kauf- und Verkauforders in Auftrag. Dem Abwickler obliegt die auftragsgemässe Ausführung der Order ohne jeglichen Ermessensspielraum. Die Entschädigung erfolgt über eine transaktionsbezogene Kommission, die bei Privatkunden i.d.R. abhängig vom Transaktionsvolumen und der Art des Finanzprodukts ist. Je nach Anlageprodukt und Kundensituation übernimmt der Abwickler als Depotstelle auch die Verwahrung der Produkte. Auch bei Versicherern besteht teilweise die Möglichkeit, Versicherungen per Telefon oder „online“ via Internet abzuschliessen. Die – aus rechtlichen Gründen wichtige – Abgrenzung von „Execution Only“-Verhältnissen und eigentlichen Beratungsverhältnissen kann im Einzelfall schwierig sein, wenn zwischen Kunde und Gegenpartei eine Kommunikation stattfindet, die über die Abgabe oder Entgegennahme blosser Kauf- und Verkauforders seitens des Kunden hinausgeht.

Die „Execution Only“-Variante ist dann sinnvoll, wenn die Kompetenz des Kunden sowie seine Bereitschaft, Zeit und Ressourcen in die Verwaltung seines Vermögens zu investieren, ausreichend vorhanden sind.

#### b) Anlageberatung und -vermittlung

Entscheidet sich ein Kunde für die Option „Anlageberatung“, nimmt er bei seinen Entscheiden die **Beratung von Fachleuten** in Anspruch. **Der Anlageentscheid selber verbleibt jedoch beim Kunden**. Anlageberatung ist bis zu einem gewissen Umfang für kleine und mittlere Kunden von Banken nach wie vor oft kostenlos, was jedoch nicht bedeutet, dass sie gratis erbracht wird. Bisherige Vorstösse, sie dem Kunden aufwandsgerecht abzurechnen, konnten sich am Markt nicht durchsetzen. Der Anreiz einer Bank, diese durchaus aufwendige Dienstleistung ohne separate Rechnungsstellung anzubieten, liegt primär in der Tatsache begründet, dass die Ausführung der Empfehlungen der Bank als Depotstelle gleichzeitig Umsatz über Courtagen, Ausgabekommissionen und sonstige Transaktionsentschädigungen generiert.



Von den **Banken** wird die Anlageberatung und -vermittlung hauptsächlich über zwei Dienstleistungen abgedeckt: Erstens steht den Anlageberatungskunden oft ein grosses, teilweise speziell aufbereitetes **Informationsspektrum** zur Verfügung, auf welches sie aktiv zugreifen können. Eine eigentliche Beratung erfolgt hier aber nicht. Zweitens besteht die Möglichkeit, **konkrete Anlageempfehlungen** zu erlangen, welche ohne oder mit Berücksichtigung der konkreten Situation und der spezifischen Anforderungen des Kunden von Anlageberatern ausgearbeitet werden. Die zweite Dienstleistung wird auch von „**unabhängigen**“ **Anlageberatern** angeboten.<sup>32</sup> Was die Zusammenarbeit zwischen Banken und Effektenhändlern (als Depotstellen) mit solchen unabhängigen Anlageberatern anbelangt, kann sinn­gemäss auf die in Abschnitt c) folgenden Ausführungen verwiesen werden.

Vergleichbar mit den soeben erwähnten Anlageberatern bei konkreten Anlageempfehlungen legen auch sogenannte **ungebundene Versicherungsberater und -vermittler**, die kundenseitig beauftragt worden sind, basierend auf einer Risikoanalyse und der Risikofähigkeit beispielsweise die künftige Vorsorgepolitik fest.<sup>33</sup> Sie unterstützen und vermitteln den Abschluss von Versicherungen, indem sie bei verschiedenen Versicherern Offerten einholen, diese auswerten und dem Kunden als zukünftigen Versicherungsnehmer eine Empfehlung abgeben. Grössere Versicherungsvermittler können dabei ihre **Marktstellung einsetzen** und auf individualisierten Offerten mit vorgegebener Risikodeckung (zugeschnitten auf den Kunden) bestehen. In diesen Konstellationen kann die Empfehlung auf einen Vergleich der Bonität und der Prämien fokussiert werden, denn die Deckungsleistung ist dann identisch.<sup>34</sup> Historisch hat es sich eingebürgert, dass die **Entschädigung** des Versicherungsvermittlers einen Teil der Versicherungsprämie bildet, d.h. der Kunde zahlt mit der Prämie gleichzeitig den Vermittler und der Versicherer lässt dem Vermittler den entsprechenden prozentualen Anteil zukommen (in der Versicherungspraxis als „Courtage“ bezeichnet).<sup>35</sup> Darüber hinaus existieren z.T. auch volumen-, wachstums- und schadenabhängigen Zusatzentschädigungen („Superprovisionen“; „contingent commissions“). Umgekehrt gibt es bereits Versicherungsmakler, die auf solche Zusatzentschädigungen verzichten.<sup>36</sup> Zudem existiert auch das Modell der Honorarberatung (mit Weiterleitung der Courtage an den Kunden oder Anrechnung an das Honorar). Zum Teil werden Versicherungsvermittler von Versicherern ergänzend mit zusätzlichen Aufgaben betraut – wie etwa mit der Regelung von Schadenfällen bis zu einer bestimmten Summe mit verpflichtender Wirkung für den Versicherer – und erhalten dafür eine separate Entschädigung.

### c) Vermögensverwaltung

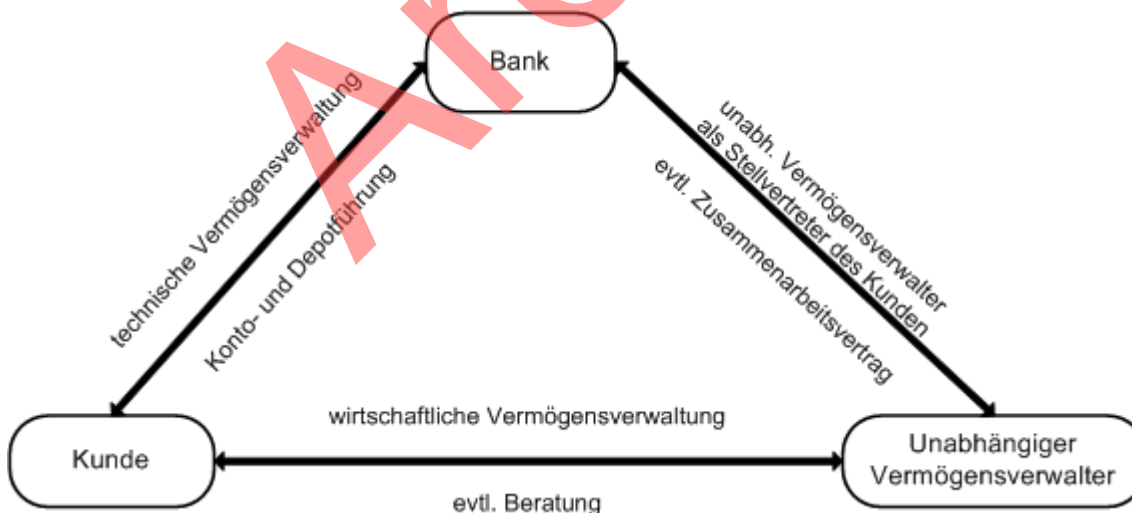
Bei einer Vermögensverwaltung im engeren Sinne gibt der Kunde alle Elemente des Anlageprozesses in die Hände eines Vermögensverwalters.<sup>37</sup> Dieser erhält die Vollmacht, das ihm **anvertraute Kundenvermögen im Rahmen der vereinbarten Vorgaben in eigenem Ermessen anzulegen**, d.h. Wertschriften und sonstige Instrumente auszuwählen, zu kaufen und zu verkaufen. Der Kunde ist weder beim konkreten Anlageentscheid noch bei dessen Umsetzung involviert. Jedoch werden vor Beginn der Anlagetätigkeit die Situation des Kunden und seine Bedürfnisse umfassend abgeklärt. Das Kundenvermögen wird übereinstimmend mit den aus der Situation und den Bedürfnissen hervorgehenden Vorgaben investiert. Zum Teil kommt auch die vollmachtgestützte Betreuung von Versicherungsbeständen vor.

Für die Vermögensverwaltung mit Vollmacht wird der Anbieter entschädigt. Üblich sind zwei Entschädigungsmodelle: Im ersten Fall zahlt der Kunde eine „**Management Fee**“, welche Beratung und Portfo-

liomanagement abdeckt. Allfällig ausgeführte Transaktionen werden dem Kunden in Form von Courtagen zusätzlich belastet. In der jüngeren Vergangenheit hat dieses Modell vorab bei institutionellen Kunden zugunsten einer „**All-in-Fee**“ an Bedeutung verloren. Die All-in-Fee deckt alle Vermögensverwaltungsleistungen des Mandats ab. Sie errechnet sich anhand der Höhe des verwalteten Vermögens und liegt – abhängig vom Mandatstyp (Geldmarkt, Obligationen, Aktien entwickelte Märkte, Aktien Emerging Markets etc.) – im Bereich von 30 bis 200 bp.<sup>38</sup> Für Transaktionen fallen kundenseitig keine weiteren Kosten an.<sup>39</sup>

Das zweitgenannte Entschädigungsmodell der All-in-Fee ist nur dann in einfacher Weise umsetzbar, wenn der Vermögensverwalter mit der Depotstelle (d.h. dem Verwahrer oder „Custodian“) identisch ist. Ansonsten ist zum einen die Depotstelle (**Bank oder Effektenhändler**) hinsichtlich der in Auftrag gegebenen Transaktionen zu entschädigen und zum anderen der nicht mit der Depotstelle verbundene „**externe**“ (oder „**unabhängige**“) **Vermögensverwalter** für seine auftragsgemässe Dienstleistung.<sup>40</sup> Für Banken und Effektenhändler kann es angesichts der Höhe der durch externe Vermögensverwalter verwalteten Vermögenswerte interessant sein, mit diesen eine Zusammenarbeit zu vereinbaren. Werden nämlich die von einem externen Vermögensverwalter betreuten Vermögenswerte auf einem Konto oder in einem Depot bei der Bank oder beim Effektenhändler aufbewahrt, fallen wie erwähnt zu Gunsten der Depotstelle insbesondere Depotkommissionen und bei Transaktionen Courtagen an.<sup>41</sup> Auch kann Personal-, Akquisitions-, Administrations- und Betreuungsaufwand reduziert werden oder gar entfallen (persönliche Treffen, Beratung, Aufklärung etc.).<sup>42</sup> Die einzelnen Beziehungen beim Einsatz externer Vermögensverwalter lassen sich in einem Dreiecksverhältnis darstellen:

**Abbildung 4: Beziehungen beim Einsatz „unabhängiger“ Vermögensverwalter**



Quelle: EBK 2008

Im Rahmen einer vertraglichen Zusammenarbeit entrichten Banken den externen Vermögensverwaltern häufig **Vergütungen**. Diese können für die Zuführung von Neukunden mit Neugeldern einmalig (nach einer gewissen Zeit) oder wiederkehrend (z.B. jährlich) erfolgen. Je nach Anzahl der Kunden

sowie Höhe der bei der Bank verwalteten Vermögenswerte wird ein externer Vermögensverwalter als Grosskunde und gleichsam als Grossist angesehen und es werden ihm oder seinen Kunden zudem Mengenrabatte in Form reduzierter Gebührensätze zuteil. Schliesslich kann der externe Vermögensverwalter der Bank wie erwähnt auch Aufwand abnehmen, der ansonsten von der Bank geleistet würde. Gegebenenfalls werden externe Vermögensverwalter dafür von den Banken zum Teil entschädigt, indem ihnen ein Anteil einzelner Erträge der Bank weitergeleitet wird, z.B. aus der Depotkommission, aus Wertschriftentransaktionen oder aus Hypothekarzinsen. Bei Wertschriftentransaktionen werden etwa zwischen 20% und 50% der Einnahmen der Bank an den externen Vermögensverwalter weitergeleitet. Zusätzlich erhält der Vermögensverwalter vom Kunden ein Verwaltungshonorar. Es existiert aber vermehrt auch das Modell, dass der Vermögensverwalter erhaltene Retrozessionen an den Kunden weiterleitet oder mit der Depotstelle tiefere Nettogebühren aushandelt; dies gibt dem Vermögensverwalter ein Argument, um von Kunden ein höheres Verwaltungshonorar einzufordern.

#### Vertiefung 19: Vermögensanlage in ausgewählten Zahlen

Von den beaufsichtigten Banken betreiben gut 200 fast ausschliesslich das Vermögensverwaltungsgeschäft und knapp 300 verfügen nebst ihrer Bewilligung als Bank auch über eine Effektenhändlerbewilligung.<sup>43</sup> Für zahlreiche weitere einschliesslich der beiden Grossbanken als grösste Vermögensverwalter in der Schweiz bildet die Vermögensverwaltung ein wesentliches Standbein. Die Schweiz hält einen Anteil von rund 30% am weltweiten grenzüberschreitenden Vermögensverwaltungsgeschäft und der Wertschriftenbestand in Kundendepots betrug 2009 über 4'500 Mrd. Franken, wovon über 1'200 Mrd. Franken auf Privatkunden entfielen (Firmenkunden: CHF 432 Mrd.; institutionelle Anleger: CHF 2'814 Mrd.). Privatkunden hielten in erster Linie Anteile an Kollektivanlagen (CHF 487 Mrd.), gefolgt von Aktien (CHF 344 Mrd.) und Obligationen (CHF 332 Mrd.) sowie anderen Finanzprodukten wie Geldmarktpapieren oder Strukturierten Produkten (CHF 98 Mrd.).

Vom Wertschriftenbestand von über 4'500 Mrd. Franken insgesamt werden Schätzungen zufolge ca. 15% durch zwischen 2'800 und 3'600 externe Vermögensverwalter betreut. Das Prämienvolumen für Lebensversicherungen betrug 2008 knapp 30 Mrd. Franken, wovon rund zwei Drittel auf die Berufliche Vorsorge entfielen. Beim Rest dominierte die klassische Kapitalversicherung (CHF 4,6 Mrd.) vor der fondsgebundenen Kapitalversicherung (CHF 2,4 Mrd.). Die Zahl ungebundener Versicherungsvermittler beträgt aktuell über 1'100 Unternehmen sowie gut 4'000 Personen (Selbständige oder Angestellte von Unternehmen). Über sie werden schätzungsweise 10–20% aller Einzellebensversicherungen vermittelt.

(Quellen: FINMA, SBVg, SNB, SVV)

### 3.4 Exkurs: Handel

Einzelne Finanzprodukte können an Börsen und anderen Handelsplattformen gehandelt werden. Andere Produkte, insbesondere sogenannte OTC-Produkte, werden individuell zwischen den Parteien gehandelt.

**Vertiefung 20: Handel in ausgewählten Zahlen**

An der SIX Swiss Exchange wurden 2009 inländische Aktien und Obligationen über CHF 864,2 Mrd. bzw. CHF 86,7 Mrd. sowie ausländische Aktien und Obligationen über CHF 3,0 Mrd. bzw. 84,8 Mrd. gehandelt.

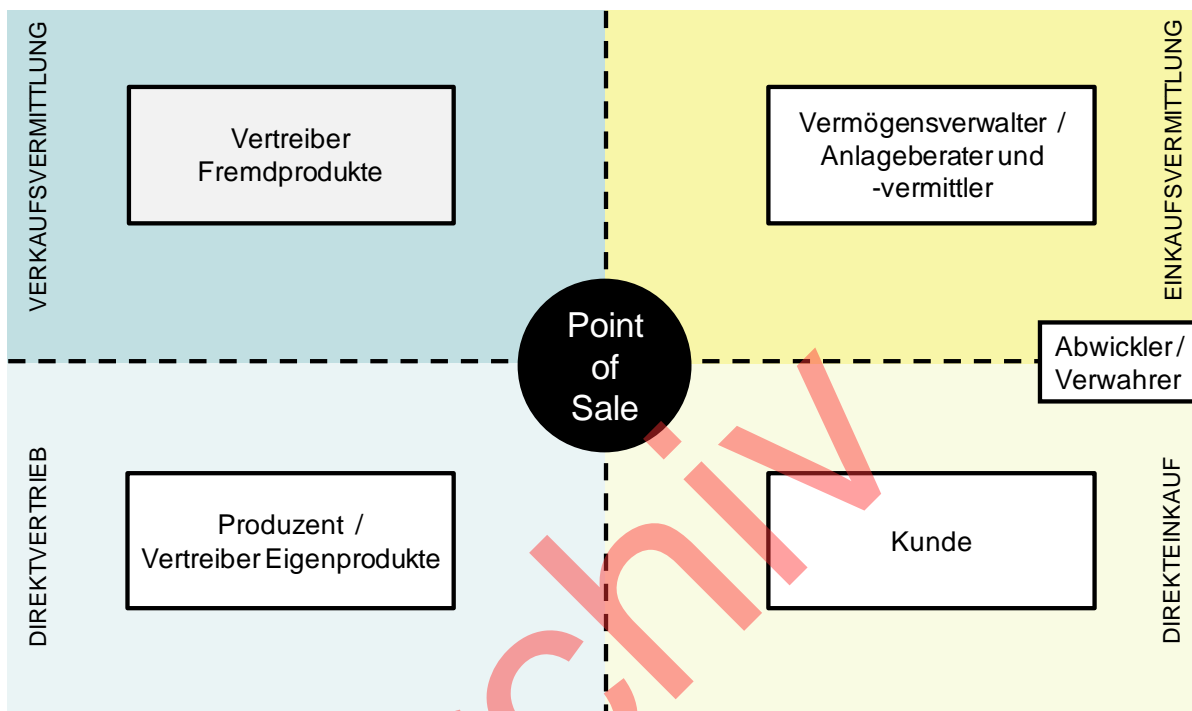
(Quellen: FINMA, SIX Swiss Exchange)

### 3.5 Zusammenfassung

Der Finanzsektor ist geprägt durch eine **mehrgliedrige Wertschöpfungskette**. Verschiedene Anbieter und Intermediäre sind umfassend oder mit einzelnen Dienstleistungen daran beteiligt. Dabei werden Finanzprodukte wie einleitend erwähnt überwiegend von den Produzenten und Vertriebspartnern angeboten und vertrieben („pushing“) und nur marginal auf Initiative der Kunden spezifisch nachgefragt („pulling“). Dies gilt bei genauer Betrachtung für sämtliche Konstellationen ausser Execution Only. Denn auch bei Einsetzung eines Vermögensverwalters oder Anlageberaters kann für Produkthanbieter ein Anreiz bestehen, Kooperationen zu vereinbaren und insbesondere durch Vertriebsvergütungen das Verhalten der Vermögensverwalter oder der Anlageberater mit Auswirkung auf die Kunden zu beeinflussen.

Innerhalb dieser Wertschöpfungskette stehen den Kunden Finanzdienstleister mit **ganz unterschiedlichen Rollen resp. Funktionen** gegenüber. Dabei können – namentlich von einer Universalbank – durch verschiedene Einheiten gleich mehrere oder sogar alle Funktionen abgedeckt werden. Weiter wird die Leistung, welche im Einzelfall erbracht wird, nicht immer ausdrücklich definiert, so dass die Grenzen zwischen Verkaufs- und Einkaufsvermittlung für die Kunden nicht immer klar ersichtlich sind.

Abbildung 5: Kunden am Point of Sale



#### 4 Ziele der Finanzmarktregulierung und Regulierungsansätze

Finanzmarktregulierung verfolgt als Ziele Sicherheit, Stabilität und Vertrauenswürdigkeit und adressiert entsprechende Risiken. In erster Linie geschützt werden Einleger und Versicherte vor dem Risiko einer Insolvenz oder Illiquidität einer Bank oder eines Versicherers. Dazu tritt der Schutz – auch von Anlegern an Effektenmärkten und Märkten für kollektive Kapitalanlagen – vor Missbräuchen im Verhalten und vor illegalen Anbietern (**Individualschutz**). Weiter stellt Finanzmarktregulierung die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und deren Stabilität sowie die Stabilität des gesamten Finanzsystems sicher. Finanzmärkte sollen transparent sein und Anleger sollen gleichbehandelt werden. Zudem muss die Stabilität der Finanzmarktinfrastruktur und insbesondere der Liquiditätsversorgung gewährleistet sein. Gleiches gilt für das Vertrauen in das Finanzsystem und in die Finanzintermediation durch Verhinderung von Missbräuchen (**Funktions- und Systemschutz**). Darüber hinaus stärkt eine wirksame und effiziente Finanzmarktregulierung das Ansehen und den guten Ruf des Finanzplatzes. Sie schafft damit das für die Finanzdienstleister erforderliche Vertrauen auf Seiten der Kunden und Investoren (**Reputationsschutz**).<sup>44</sup> Umgekehrt ist die FINMA weder Wettbewerbsbehörde noch Preisüberwacherin; diese Rolle kommt anderen Behörden zu.<sup>45</sup> Im Gegensatz zu einzelnen ausländischen Aufsichtsbehörden verfügt die FINMA auch nicht explizit über ein Mandat zur Ausbildung von Kunden („consumer education“).<sup>46</sup>

Ihre Ziele verfolgt die Finanzmarktregulierung durch verschiedene, z.T. historisch bedingte Regulierungsansätze.<sup>47</sup> Grundlegend ist, gewisse Angebote und Tätigkeiten bewilligten und laufend überwachten Instituten vorzubehalten und die Bewilligungen an strenge **Bewilligungsvoraussetzungen** zu knüpfen. Mit der Bewilligungspflicht sind meist prudentielle Vorschriften, d.h. **Aufsichtsregeln** für die Finanzdienstleister sowie eine Aufsicht durch eine staatliche Behörde oder eine Selbstregulierungsorganisation (SRO) verbunden.<sup>48</sup> Diese Regeln betreffen Fragen wie Organisation oder Fachkunde und Integrität der Organe oder andere Geschäftsführungsregeln vielfältigster Art etwa zu Kapital, Eigenmittel und Risikoverteilung sowie Liquidität. In einzelnen Bereichen bestehen zudem **Produktregeln**, also Regeln, die (unmittelbar) an einem bestimmten Produkt anknüpfen und beispielsweise Genehmigungs- oder Prospekterstellungspflichten vorsehen. Eine Schnittstelle zwischen Regeln für Produzenten und Regeln für Produkte besteht dort, wo die Produzentenregulierung (Bewilligungspflicht und Aufsichtsregeln) als mittelbare Produktregulierung verstanden werden kann. Beispiele dazu gibt es insbesondere im Kollektivanlagenbereich. Letztlich knüpfen aber auch die anderen Finanzmarktgesetze bzw. Aufsichtsgesetze an einzelnen Produkten an.

Beaufsichtigten Finanzdienstleistern auferlegt die Finanzmarktregulierung teils eine ganze Reihe weiterer Vorschriften. **Verhaltensregeln** fokussieren nicht Solvenz-, Liquiditäts- und verwandte Fragestellungen, sondern solche des geschäftlichen Umgangs mit Kunden.<sup>49</sup> Dabei handelt es sich vor allem um Treue-, Informations- und Sorgfaltspflichten. Treuepflichten sind insbesondere auf das Vermeiden einer Benachteiligung durch Interessenkonflikte ausgerichtet. Informations- und Aufklärungspflichten bestehen ebenfalls mit Blick auf Interessenkonflikte, aber auch hinsichtlich Risiken und Rechenschaft. Sorgfaltspflichten zielen etwa auf eine sorgfältige Auswahl von Anlagen sowie die bestmögliche Erfüllung von Aufträgen ab. Darüber hinaus existieren auch spezifische Marktverhaltensregeln.<sup>50</sup> Je nach Sichtweise können Verhaltensregeln auch als Produktregeln aufgefasst werden. Behält beispielsweise das Aufsichtsrecht die ungedeckte Wertschriftenleihe qualifizierten Anlegern vor,<sup>51</sup> kann dies zum einen als Regel für ein bestimmtes Finanzprodukt und zum anderen gleichzeitig als Verhaltensanweisung für die Depotstelle verstanden werden.

**Vertriebsregeln** befassen sich mit dem Vertrieb von Finanzprodukten an sich. Entsprechende Vorgaben richten sich sowohl an Finanzdienstleister, welche eigene Produkte selbst vertreiben oder dafür Dritte beauftragen, als auch an solche, die fremde Produkte vertreiben. Geregelt werden nebst Werbebeschränkungen und Vertriebsmodalitäten etwa Fragen der Bewilligung oder Registrierung sowie Verhaltensregeln. In die Pflicht genommen werden dabei neben den Verkaufsvermittlern („push-side“) zuweilen ebenfalls Einkaufsvermittler („pull-side“), die im Auftrag der Kunden agieren.

Schliesslich bestimmt das Aufsichtsrecht teilweise auch den Inhalt von **Verträgen**,<sup>52</sup> sieht ausnahmsweise – in den beiden „sozial sensiblen“ Bereichen der Beruflichen Vorsorge und der Zusatzversicherungen zur obligatorischen Krankenversicherung – Bewilligungspflichten für **Tarife** und **Allgemeine Geschäftsbedingungen** (AGB) vor und kennt Ansätze einer **Kundenregulierung und -segmentierung**.<sup>53</sup>

Demgegenüber kennt das Finanzmarktrecht **bis anhin keine allgemeinen, produkteunabhängigen Regeln auf Stufe FINMAG**, etwa zum Verhalten am Point of Sale oder zu Vertriebsvergütungen. Einzig Art. 3 FINMAG definiert sektorübergreifend die von der FINMA „Beaufsichtigten“ – wobei der Umfang der Aufsicht sehr unterschiedlich ausfallen kann.<sup>54</sup>



## 5 Bestehende Regulierung

Nachfolgend wird die bestehende (aufsichtsrechtliche) Regulierung entlang der Wertschöpfungskette **vereinfacht dargestellt**,<sup>55</sup> inklusive der Regeln zum grenzüberschreitenden Angebot vom Ausland in die Schweiz.<sup>56</sup> Einleitend erfolgt jeweils eine zivilrechtliche Einordnung. Ausgeklammert bleiben Lauterkeits-, Wettbewerbs-, Strafrecht und andere Rechtsgebiete. Abschliessend erfolgt ein Rechtsvergleich namentlich mit Blick auf das europäische Recht.

### 5.1 Produktion

#### a) Zivilrechtliche Einordnung

Zivilrechtlich untersteht das Einlagengeschäft der Banken den Regeln des Darlehens oder der Hinterlegung.<sup>57</sup> Während normale Einlagen in der Regel unter die Vorschriften des Darlehens fallen, ist bei Spareinlagen die Abgrenzung im Einzelfall nicht immer leicht, da der Geldgeber oft nicht nur einen Zins, sondern vor allem auch eine sichere Verwahrung anstrebt.<sup>58</sup> Für den Versicherungsvertrag besteht mit dem VVG ein über 100 Jahre altes **Sonderprivatrecht**, welches nun generalüberholt werden soll.<sup>59</sup> Sowohl aus Sicht der Einleger (Sichtweise eines Darlehensgebers) als auch der Versicherten (Sichtweise betreffend versicherte Risiken)<sup>60</sup> **besteht im Banken- und im Versicherungsbereich eine wesentliche vertragliche Beziehung zur Bank als Rückzahlungsschuldnerin resp. zum Versicherer als Schuldner der Versicherungsleistung** bei Eintritt des Versicherungsfalls.<sup>61</sup>

Wie bei Einlagen ist auch bei Obligationen und Pfandbriefen eine Rückzahlung geschuldet, da entsprechende Finanzprodukte ein Forderungs- resp. Gläubigerrecht beinhalten. Umgekehrt besteht etwa bei Aktien und Fondsanteilscheinen grundsätzlich nur ein Anspruch auf Beteiligung an einem Vermögenwert (Unternehmen resp. Fondsvermögen).<sup>62</sup> Während bei Aktien die Rückzahlung des eingezahlten Betrages gemäss Art. 680 Abs. 2 OR gesetzlich verboten ist, besteht im Rahmen von Anlagefonds und anderen offenen Kollektivanlagen ein Recht auf jederzeitige Rückgabe der Anteile – zum aktuellen Nettoinventarwert.<sup>63</sup> Strukturierte Produkte sehen neben der Rückzahlung zum Verfalldatum zum Teil ebenfalls ein vorzeitiges Rückgaberecht zum aktuellen Nettoinventarwert vor.

Zivilrechtlich trifft die Aktiengesellschaft bei öffentlichen Aktienplatzierungen eine Prospektpflicht samt Haftung (Art. 652a und 752 OR), wobei jedoch **im Prospekt kein Hinweis auf Risiken vorgesehen** ist. Ähnlich gestaltet sich die zivilrechtliche Lage bei der Auflage von Anleiheobligationen. Art. 1156 OR verweist auf das Aktienrecht, verlangt aber zusätzliche Angaben zur Laufzeit sowie zu den Verzinsungs- und Rückzahlungsbedingungen. Eine Schnittstelle zum Aufsichtsrecht ergibt sich bei Nichtbanken als Emittenten dahingehend, dass im Fall der Nichteinhaltung der Prospektpflicht und anderer gesetzlicher Vorgaben ein illegales Einlagengeschäft vorliegen kann.<sup>64</sup>

#### b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung

Das Bankengesetz knüpft am Einlagengeschäft an und behält dieses den Banken vor („Monopolisierung“), verlangt aber eine **Bewilligung**. Nur wer eine Bewilligung erhalten hat, darf Spar- und andere

Einlagen entgegen nehmen und Begriffe wie „Bank“ und „Sparen“ in der Werbung verwenden.<sup>65</sup> Analog verhält es sich beim Börsengesetz mit Blick auf die Schaffung von Derivaten durch sog. Derivat Häuser sowie den Ausdruck „Effekthändler“. Derivat Häuser sind im übrigen die einzigen Produzenten, die vom BEHG erfasst werden; die weiteren erfassten Kategorien von Effekthändlern – siehe dazu die folgenden Abschnitte – erbringen in der Wertschöpfungskette andere Finanzdienstleistungen. Es besteht demnach keine generelle aufsichtsrechtliche Erfassung der Emittenten von Effekten. Das Pfandbriefgesetz wiederum behält das Recht zur Ausgabe von Pfandbriefen zwei besonderen Anstalten vor.

Vom Kollektivanlagengesetz werden als Produzenten Fondsleitungen, Investmentgesellschaften mit variablem und festem Kapital sowie Kommanditgesellschaften für kollektive Kapitalanlagen erfasst und einer Bewilligungspflicht unterworfen.<sup>66</sup> Bezeichnungen wie „Anlagefonds“, „Investmentfonds“, „Investmentgesellschaft mit variablem Kapital“, „SICAV“, „Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen“, „Investmentgesellschaft mit festem Kapital“ und „SICAF“ dürfen nur für die entsprechenden, dem Gesetz unterstellten kollektiven Kapitalanlagen verwendet werden (zu den unterstellten Produkten Näheres weiter unten). Eine Bewilligungspflicht enthält schliesslich auch das Versicherungsaufsichtsgesetz für Versicherer als Anbieter von Versicherungen.

Zu den **Bewilligungsvoraussetzungen** zählen insbesondere eine für die beabsichtigte Geschäftstätigkeit angemessene Organisation, die Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit<sup>67</sup> sowie ein Mindestkapital<sup>68</sup> oder eine gleichwertige Sicherheit. Das Organisationserfordernis verlangt u.a. eine klare Funktionentrennung – z.B. zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung oder zwischen Handel, Vermögensverwaltung und Abwicklung – sowie die Erfassung, Begrenzung und Überwachung von Risiken. Die Bewilligungspflicht wird – Pfandbrief- und Geldwäschereigesetzgebung ausgenommen – ergänzt durch sog. prudentielle Vorschriften, d.h. **Aufsichtsregeln**, wie etwa Vorschriften zu Eigenmitteln, zur Risikoverteilung und zur Liquidität, die vor dem Risiko einer Insolvenz oder Illiquidität schützen sollen. Auch sehen die Aufsichtsgesetze eine **laufende Überwachung** der Produzenten vor, welche die Einhaltung der Bewilligungsvoraussetzungen und der prudentiellen Vorschriften zum Gegenstand hat. Für Bank- und Effekthändlerkunden erwähnenswert ist zudem die vorgesehene Einlagensicherung<sup>69</sup> sowie die Vermittlerfunktion des Bankenombudsmann<sup>70</sup>. Bei Versicherungen müssen die gesetzlich verlangten Rückstellungen durch ein sog. gebundenes Vermögen jederzeit gedeckt werden<sup>71</sup> und es haben sich diverse Versicherer der Ombudsstelle für Privatversicherungen<sup>72</sup> oder für Krankenversicherungen<sup>73</sup> angeschlossen<sup>74</sup>. Bei offenen Kollektivanlagen bestehen gesetzliche Anlagenvorschriften.<sup>75</sup>

Es ist den einzelnen Erlassen zu entnehmen, welche allfälligen Schritte durch die Produzenten vor der Emission oder dem öffentlichen Vertrieb eines bestimmten Produkts getroffen werden müssen. Das schweizerische Aufsichtsrecht kennt **kein auf sämtliche Finanzprodukte anwendbares Bewilligungs- oder Genehmigungsverfahren**. Vielmehr sind im Wesentlichen nur die kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG genehmigungspflichtig.<sup>76</sup> Aktien und Anleiheobligationen können hingegen ohne vorgängige Prüfung durch eine Aufsichtsbehörde vertrieben werden. Nicht bewilligungsbedürftig sind insbesondere auch jegliche Arten von Bankeinlagen wie z.B. Sparprodukte, Festgelder und Treuhandanlagen.<sup>77</sup> Ebenso wenig benötigen Strukturierte Produkte gemäss Art. 5 KAG sowie andere Derivate wie z.B. einfache Optionen eine aufsichtsrechtliche Bewilligung vor ihrer Emission.<sup>78</sup> Anteile an Kollektivanlagen hingegen dürfen nur öffentlich vertrieben werden, wenn der Anlagevertrag oder

die entsprechenden Statuten sowie das Anlagereglement durch die FINMA genehmigt worden sind.<sup>79</sup> Dies gilt auch bei ausländischen Kollektivanlagen, bei denen zudem der Verkaufsprospekt genehmigen zu lassen und ein Vertreter zu bezeichnen ist.<sup>80</sup> Für Versicherungsprodukte bestehen keine umfassenden Bewilligungs- oder Genehmigungspflichten.<sup>81</sup>

Ebenso wenig ist die **Prospektpflicht** für sämtliche Finanzprodukte einheitlich geregelt. Wie die Bewilligungs- und Genehmigungsverfahren für die einzelnen Produkte unterscheiden sich die aufsichtsrechtlichen Vorschriften auch in Bezug auf die Prospektanforderungen. Zusätzlich zu den in Abschnitt a) erwähnten obligationenrechtlichen Anforderungen gilt für „Notes“ ausländischer Schuldner mit einer Stückelung ab CHF 10'000.- ein Prospektzwang.<sup>82</sup> Strukturierte Produkte unterliegen den Prospektvorschriften aus Art. 5 KAG, die nach Praxis der FINMA auch für die Zeit der Zeichnung bis zur eigentlichen Emission (sinngemäss) Geltung beanspruchen.<sup>83</sup> Ein Strukturiertes Produkt darf somit nur öffentlich angeboten werden, wenn dafür ein vereinfachter Prospekt vorliegt.<sup>84</sup> Dieser oder die entsprechenden Unterlagen haben sich in leicht verständlicher Form zu den wesentlichen Merkmalen, den Gewinn- und Verlustaussichten sowie zu den bedeutenden Risiken zu äussern.<sup>85</sup> Schweizerische Kollektivanlagen müssen den detaillierten Prospektvorschriften gemäss Art. 75 ff. KAG und dem Anhang der Kollektivanlagenverordnung nachkommen, damit sie öffentlich beworben werden dürfen.<sup>86</sup> Im Prospekt werden u.a. folgende Angaben in leicht verständlicher Form verlangt: Profil des typischen Anlegers, für den die Kollektivanlage konzipiert ist; Anlageziele und Anlagepolitik; Vergütungen zu Lasten des einzelnen Anlegers oder des Kollektivvermögens.<sup>87</sup> Bei ausländischen Kollektivanlagen wird danach unterschieden, ob die betreffenden Kollektivanlagen EU-kompatibel sind oder nicht.<sup>88</sup> Der Vertrieb von Versicherungen unterliegt keiner Prospektpflicht i.e.S.,<sup>89</sup> gemäss Art. 3 VVG hat der Versicherer den Versicherungsnehmer jedoch „vor Abschluss des Versicherungsvertrages verständlich über die Identität des Versicherers und den wesentlichen Inhalt des Versicherungsvertrages [zu] informieren“.<sup>90</sup> Auch für Derivatkontrakte und Optionsscheine besteht gemäss geltendem Recht grundsätzlich keine Prospektpflicht.<sup>91</sup> Sparprodukte, Festgelder und Treuhandanlagen werden ohne Prospekte angeboten.

Werden Finanzprodukte an einer Börse kotiert, sind zusätzlich zu den gesetzlichen Prospektvorschriften die Kotierungserfordernisse der jeweiligen Börse zu berücksichtigen. Die SIX Swiss Exchange verlangt, dass für zu kotierende Effekten ein Kotierungsgesuch – samt Prospekt – eingereicht wird.

Neben den eigentlichen Prospekterstellungspflichten sind auch die Vorschriften zur **Prospekthaftung** nicht einheitlich ausgestaltet. Art. 145 ff. KAG regeln die Haftung von Funktionsträgern bei Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit Kollektivanlagen. Für vereinfachte Prospekte Strukturierter Produkte hält das schweizerische Recht keine besonderen Haftungsbestimmungen fest, so dass sich die Prospekthaftung nach Art. 752 OR beziehungsweise analog Art. 1156 Abs. 3 OR beurteilt. Für Produkte ohne Prospektpflicht sehen die von der FINMA überwachten Spezialgesetze keine spezifischen Haftungsbestimmungen für ausgegebene Prospekte oder ähnliche Dokumente vor.

## 5.2 Vertrieb von Eigenprodukten

### a) Zivilrechtliche Einordnung

Beim Vertrieb i.e.S. kann danach unterschieden werden, ob er vom Hersteller direkt, d.h. durch eigene Angestellte erfolgt („Direktvertrieb“ via persönlichen Kundenkontakt, Telefon, Internet etc.), oder ob der Hersteller externe Vertriebspartner beauftragt (dazu Abschnitt 5.3). Eigene Angestellte, wozu auch Handelsreisende zählen, treten zwar faktisch gegenüber den Kundinnen und Kunden in Kontakt, stehen aber zu diesen nicht selbst in einer vertraglichen Beziehung. Vielmehr treten die **vertraglichen Beziehungen** grundsätzlich **zwischen dem Produzenten** als Anbieter **und den Kunden** als Abnehmer von Finanzprodukten ein.

Von einer Anlageberatung und -vermittlung, der ein relevantes Auftragsverhältnis zwischen Kunde und Finanzdienstleister zugrunde liegt (Abschnitt 5.5), ist die blossе Verkaufsberatung gegenüber Kunden zu unterscheiden. Dass etwa ein Angestellter eines Finanzdienstleisters sich als „Kundenberater“ bezeichnet, heisst noch lange nicht, dass er in einem Auftragsverhältnis zu den Kunden steht und primär deren Interessen wahrnimmt.<sup>92</sup> Die Unterscheidung zwischen Kaufrecht und Auftragsrecht ist von Bedeutung, da **im Kaufrecht anders als im Auftragsrecht keine umfangreichen vertraglichen Treue-, Sorgfalts- und Informationspflichten vorgesehen** sind.<sup>93</sup> Ob Kunden den Schutz des Auftragsrechts geniessen, hängt davon ab, ob juristisch betrachtet ein Auftragsverhältnis begründet wurde. Ob dies zutrifft, bemisst sich nach dem Willen der Beteiligten sowie nach deren begründeten Erwartungen. Gemäss Art. 395 OR gilt zudem ein Auftrag als angenommen, soweit er sich auf solche Geschäfte bezieht, die der zu Beauftragende berufsmässig ausübt, und den der zu Beauftragende nicht umgehend ablehnt. Für den Finanzsektor bedeutet dies, dass ein Auftragsverhältnis bereits vorliegen kann, wenn ein Kunde sich mit einem Begehren um Rat und Auskunft an einen Finanzdienstleister wendet. Umgekehrt ist fraglich, wie es sich zivilrechtlich verhält, wenn ein Finanzdienstleister einen Kunden unaufgefordert angeht und ihm Produkte „empfiehlt“, etwa mit der Begründung, es sei übermässige Liquidität vorhanden, die zur Anlage eingesetzt werden sollte. Besteht jedoch mit dem Kunden faktisch ein gesteigertes **Vertrauensverhältnis**, das sich namentlich durch häufige Kontakte über einen längeren Zeitraum ergeben kann, so bestehen erhöhte Informationspflichten (insb. Aufklärungs- und Abmahnungspflichten) seitens des Finanzdienstleisters. Wenn dieses Verhältnis noch intensiviert wird, so kann es sich sogar zu einem eigentlichen Beratungsverhältnis verdichten, auf welches die Regeln des Auftrags zur Anwendung kommen.<sup>94</sup> Wann ein Beratungsvertrag zustande kommt und was sein genauer Inhalt ist, lässt sich nicht in allgemeingültiger Weise festhalten, sondern hängt von den Umständen im Einzelfall ab, was für Anbieter und Kunden zu Unsicherheit über die Rechtslage und den Umfang der geschuldeten Dienstleistung führen kann.<sup>95</sup> Kunden, die ein Vermittlungs-, Beratungs- oder ähnliches Mandat behaupten, haben dessen Vorliegen zu beweisen.<sup>96</sup>

Im Rahmen der Totalrevision des Versicherungsvertragsgesetzes ist geplant, dass „Versicherungsagenten“ Kunden auf der Basis der vom Versicherer angebotenen Produkte **beraten sowie dabei die Bedürfnisse der Kunden berücksichtigen** und jene schriftlich festhalten sollen (Art. 70 E-VVG).<sup>97</sup> Bereits nach geltendem Recht müssen Versicherer den Versicherungsnehmern gegenüber für das Verhalten ihrer Vermittler wie für ihr eigenes einstehen – unabhängig davon, ob es sich um eigene

Angestellte oder Dritte handelt. Zudem sind vorvertragliche Informationspflichten über die wesentlichen Parameter eines Versicherungsvertrages vorgesehen.<sup>98</sup> Bei Verletzung dieser Pflichten ist ein betroffener Versicherungsnehmer berechtigt zu kündigen.

## b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung

Der Vertrieb von Eigenprodukten bedarf keiner spezifischen, aufsichtsrechtlichen Bewilligung oder Genehmigung, sondern ist – wo eine Institutsbewilligung überhaupt vorliegen muss – vom Umfang der Institutsbewilligung mit umfasst.

Das Aufsichtsrecht sieht zum Teil explizit **Verhaltensregeln** vor – unabhängig davon, ob zivilrechtlich das Auftragsrecht Anwendung findet oder nicht. Diese Verhaltensregeln fokussieren nicht Solvenz-, Liquiditäts- und verwandte Fragestellungen, sondern solche des geschäftlichen Umgangs gegenüber Kunden. So verlangt z.B. das Börsengesetz, dass Derivathäuser als Schöpfer und Anbieter von Derivaten sicherstellen, dass allfällige Interessenkonflikte ihre Kunden nicht benachteiligen (**Treuepflicht**).<sup>99</sup> Dazu treten eine **Sorgfaltspflicht** bei Zeichnungs-„Aufträgen“ von Kunden (inklusive Rechenschaftsablage)<sup>100</sup> sowie eine **Informationspflicht**: Insbesondere sind Kunden – unaufgefordert – unter Berücksichtigung ihrer Geschäftserfahrung und fachlichen Kenntnisse auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hinzuweisen. Was darüber hinaus unter die Informationspflicht der Derivathäuser fällt, ist in der Lehre umstritten und von der Praxis bis anhin nicht restlos geklärt.<sup>101</sup> Für Banken und Versicherer hat die Praxis aus dem Erfordernis der Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit einzelne Verhaltensregeln abgeleitet.

Auch im KAG gibt es Verhaltensregeln. Fondsleitungen und andere Bewilligungsträger haben unabhängig zu handeln und „ausschliesslich“ die Interessen der Kunden (d.h. Anleger) zu wahren (Treuepflicht).<sup>102</sup> Weiter müssen sie sämtliche organisatorischen Massnahmen treffen, die für eine einwandfreie Geschäftsführung erforderlich sind, namentlich eine Funktionentrennung von Entscheid (Vermögensverwaltung), Durchführung (Handel und Abwicklung) sowie Administration. Zu dieser Sorgfaltspflicht tritt auch hier eine Informationspflicht, die sich u.a. auf die mit einer bestimmten Anlageart verbundenen Risiken, die Kostenstruktur und eine transparente Rechenschaftsablage erstreckt.

Zudem kennt das Aufsichtsrecht spezifische **Vertriebsregeln**. Gemäss Kollektivanlagengesetz haben Produzenten beim Direktvertrieb sämtliche Vorkehrungen zu treffen, die notwendig sind, um eine seriöse Akquisition und **objektive Beratung der Kunden** zu gewährleisten. Diese Pflicht gilt kraft des jeweiligen Organisations- und Gewährserfordernisses auch für Bewilligungsträger nach anderen Finanzmarktgesetzen.<sup>103</sup> Fraglich ist indes, wie weit diese Pflicht reicht, d.h. wie stark die Interessen der Kunden zu wahren sind, auf welche Informationen sie Anspruch haben, wie es sich hinsichtlich der konkreten Prüfung der Geeignetheit verhält usw.

Der Direktvertrieb von Kollektivanlagen ist in den von der FINMA anerkannten „Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen“<sup>104</sup> der SFA samt deren Anhang sehr detailliert geregelt. Diese Vorschriften verpflichten die betroffenen Vertriebssträger, die individuellen **Bedürfnisse der Kunden – insbesondere Risikobereitschaft und -fähigkeit – zu beachten** sowie „ausschliesslich“ die Interessen der Kunden zu wahren.<sup>105</sup> Kunden sind objektiv über den Anlagecharakter, die Chancen und Risiken sowie die Kosten einer angebotenen Kollektivanlage zu informieren – ausser sie erteilen aus ei-



gener Initiative einen entsprechenden Zeichnungsauftrag oder verlangen von sich aus Informationen über bestimmte Kollektivanlagen. Die Pflichten sind je nach Erfahrung und fachlicher Kenntnisse der Kunden wie auch nach Komplexität einer Kollektivanlage zu erfüllen und zu dokumentieren. Zudem ist im Einklang mit den von der FINMA anerkannten „Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft“<sup>106</sup> der SFA in Verkaufsunterlagen in leserfreundlicher Form und Sprache **zur Anlageeignung Stellung zu nehmen**. Unzulässig sind insbesondere irreführende Angaben sowie Renditeversprechen. Bei der Verwendung historischer Performance-Daten ist darauf hinzuweisen, dass diese für die Zukunft nicht garantiert werden können.<sup>107</sup> Vorgesehen sind weiter Verbote von Churning, Front Running und anderen gewährswidrigen Verhaltensweisen. Schliesslich ist eine Salär- und Vergütungspolitik zu befolgen, die Interessenkonflikte zwischen den Mitarbeitenden einerseits und den Kunden andererseits ausschliesst. Namentlich ist auf finanzielle Anreize zu Verhaltensweisen zu verzichten, die den Interessen der Anleger schaden könnten.

Versicherer können eigene Angestellte als gebundene Versicherungsvermittler in das Vermittler-Register<sup>108</sup> eintragen lassen, sofern die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind. Dazu sind ausreichende berufliche Qualifikationen, ein guter Leumund und eine Berufshaftpflichtversicherung oder gleichwertige finanzielle Sicherheit erforderlich.<sup>109</sup> Versicherungsvermittler müssen potentielle Versicherungsnehmer bei der ersten Kontaktaufnahme ungefragt über ihre Bindungen informieren.<sup>110</sup> Eingetragene Vermittler unterstehen zudem einer Register-Aufsicht. Ganz allgemein hat die FINMA die Möglichkeit, bei Missbräuchen in Verträgen einzuschreiten.<sup>111</sup>

Betreffend **grenzüberschreitende Angebote** verfolgt das Bankengesetz – im Gegensatz zu den Rechtsordnungen der meisten anderen Länder – einen äusserst liberalen Ansatz. Werbung und Dienstleistungen vom Ausland in die Schweiz werden vom Gesetz nicht erfasst, sofern keine dauernde physische Präsenz in der Schweiz besteht. Bewilligungspflichtig ist jedoch die Beschäftigung von Personal, welches regelmässig im Inland wirbt oder hier sogar Kundenkonti führt.<sup>112</sup> Umgekehrt unterliegt keiner Bewilligungspflicht nach schweizerischem Recht, wer lediglich im Ausland Gelder von in der Schweiz ansässigen Kunden entgegen nimmt oder ihnen Darlehen gewährt.<sup>113</sup> Analog verhält es sich beim Börsengesetz betreffend Effektenhandelstätigkeit.<sup>114</sup> Indes ist umstritten, inwieweit ausländische Effektenhändler die Verhaltensregeln für Effektenhändler und diesen entsprechende Standards einzuhalten haben.<sup>115</sup> Im Ergebnis bedeutet dies, dass selbst in ihrem Heimatland überhaupt nicht regulierte Anbieter von Finanzdienstleistungen Bank- und Effektenhandelsdienstleistungen an in der Schweiz domizilierte Kunden anbieten dürfen.

Im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen löst öffentliche Werbung vom Ausland in die Schweiz – mittels Drucksachen, Internet, Cold Calling o.a. – eine Genehmigungspflicht auf Stufe Produkt sowie eine Bewilligungspflicht für entsprechende Vertriebsträger aus, soweit sich die Werbung nicht ausschliesslich an sog. qualifizierte Anleger richtet.<sup>116</sup> Betreffend grenzüberschreitende Angebote folgt das KAG damit einem anderen Regulierungsansatz als das BankG und das BEHG.

Einen noch umfassenderen Schutz gegenüber ausländischen Anbietern geniessen Versicherungsnehmer und Versicherte in der Schweiz: Jeder Versicherer, der mit ihnen auf dem Korrespondenzweg, über Internet oder anderweitig einen Versicherungsvertrag abschliesst, bedarf einer Bewilligung und untersteht dem Versicherungsaufsichtsgesetz, ohne dass es dabei wie im KAG den Ausnahmetatbe-



stand des Vertriebs an qualifizierte Kunden oder dergleichen gäbe.<sup>117</sup> Dies gilt selbst für den Fall, dass der Vertragsschluss im Ausland erfolgt.<sup>118</sup>

### 5.3 Vertrieb von Fremdprodukten

#### a) Zivilrechtliche Einordnung

Beim Vertrieb durch beigezogene Dritte ist danach zu unterscheiden, ob sie als Agenten, kommissionsweise oder anderweitig zum Vertrieb oder als sog. Beibringer („Finder“) beauftragt werden oder ob sie rein im Eigeninteresse auftreten, weil sie etwa Anlageprodukte wie Aktien fest übernommen haben und somit – an Stelle des Produzenten oder Emittenten – nun selbst das Absatzrisiko tragen. Im ersten Fall tritt der Drittvertreiber als **Stellvertreter des Produzenten** auf, womit auch bei dieser Konstellation die vertraglichen Beziehungen grundsätzlich zwischen Anbieter und Kunde eintreten und bestehen.

Vermittlungs- und Abschlussagenten sowie Kommissionären auferlegt das Zivilrecht keine spezifischen Pflichten gegenüber den Kunden. Weder müssen sie bei ihrer Vertriebstätigkeit die Interessen der Kunden berücksichtigen noch trifft sie eine Sorgfalts- oder Informationspflicht über Risiken der vertriebenen Produkte oder eigene Anreize zum Vertrieb bestimmter Produkte auf Grund von Provisionen oder anderen Vertriebsvergütungen. Dies gilt erst recht im zweiten Fall des Vertriebs im Anschluss an eine Festübernahme, welcher zivilrechtlich vom **Kaufrecht** erfasst wird. Hier kann auf die Ausführungen unter Abschnitt 5.2 Bst. a) verwiesen werden. Spezifische Pflichten für „Versicherungsagenten“ sieht neu die Totalrevision des Versicherungsvertragsgesetzes vor.

#### b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung

Wer für den öffentlichen Vertrieb von Anteilen an Kollektivanlagen **Dritte beauftragt**, muss mit diesen Vertriebsverträge abschliessen und sie bei Bedarf angemessen unterstützen, schulen sowie ausbilden. Gemäss den bereits erwähnten „Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft“ vertrieben Fondsleitungen und SICAV's ihre Fonds ausschliesslich über Vertriebssträger, die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten.<sup>119</sup> Ihnen gegenüber ist ein Vergütungssystem anzuwenden, das eine einwandfreie Kundenberatung und die Pflege langfristiger Beziehungen fördert. Verboten sind finanzielle Anreize zu Praktiken, die dem Interesse der Anleger schaden könnten. Die Vertriebsverträge haben den bereits erwähnten „Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen“ zu entsprechen, deren Einhaltung letztlich von den Produzenten als Auftraggeber zu überwachen ist.<sup>120</sup>

Bei den Verkaufsvermittlern selbst („push-side“) unterstellt Art. 3 Abs. 2 BEHV zunächst jene Emissionshäuser einer Bewilligungspflicht, die gewerbsmässig von Dritten ausgegebene Effekten kommissionsweise oder fest übernehmen und sie öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten, soweit sie hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind (Art. 2 Abs. 1 BEHV).<sup>121</sup> Als bewilligungspflichtige Effektenhändler gelten für sie die entsprechenden **Bewilligungsvoraussetzungen** und sie werden von der FINMA laufend beaufsichtigt. Auch unterstehen sie den in Abschnitt 5.2 Bst. b) beschriebenen **Verhaltensregeln**.<sup>122</sup> Ebenfalls eine Bewilligung benötigen Vertriebssträger kollektiver Kapitalanlagen, welche Anteile einer schweizerischen oder ausländischen, in der Schweiz zum Vertrieb zugelassenen Kollektivan-

lage öffentlich anbieten oder vertreiben wollen. Dabei macht es keinen Unterschied, ob Angebot oder Vertrieb direkt oder indirekt erfolgen.<sup>123</sup> Die Bewilligungsvoraussetzungen sind allerdings nicht mit jenen der Produzenten (Fondsleitung, SICAV etc.) vergleichbar.<sup>124</sup> Vertriebsträger – auch solche, die ausnahmsweise von der Bewilligungspflicht befreit sind – müssen die oben beschriebenen gesetzlichen Verhaltensregeln sowie die Vorgaben in den „Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen“ einhalten und prüfen lassen. Auch dürfen sie bei ihrer Tätigkeit nur die im betroffenen Markt üblichen Werbemittel einsetzen und die Zulässigkeit der Vertriebsmodalitäten muss nachgewiesen sein.<sup>125</sup> Sie werden – anders als Emissionshäuser – nicht von der FINMA beaufsichtigt, sondern von den Produzenten als Auftraggeber.<sup>126</sup> Bei gebundenen externen Versicherungsvermittlern kann auf die Ausführungen in Abschnitt 5.2 Bst. b) verwiesen werden. Eingetragene Vermittler unterstehen einer Register-Aufsicht.<sup>127</sup> Art und Umfang der Aufsicht sind demnach bei den verschiedenen Vertreibern von Fremdprodukten sehr unterschiedlich geregelt.<sup>128</sup> Dies gilt auch hinsichtlich der Geldwäschereibekämpfung.<sup>129</sup>

Die Erfassung grenzüberschreitender Angebote erfolgt analog dem Eigenvertrieb.<sup>130</sup> Natürliche oder juristische Personen, welche in der Schweiz ausländische Banken und Effekthändler vertreten, bedürfen einer sogenannten Vertreterbewilligung der FINMA. Diese Vertreter können als Drittvertreiber betrachtet werden, wenn sie nicht in Rechtseinheit mit der ausländischen Bank oder dem Effekthändler stehen. Die Besonderheit des regulatorischen Status‘ des Vertreters besteht darin, dass dieser zwar ein relativ anspruchsvolles Bewilligungsverfahren zu durchlaufen hat, hinsichtlich der laufenden Geschäftstätigkeit dann jedoch nur mehr gewissen Informationspflichten gegenüber der FINMA unterworfen ist, so dass nicht von einer eigentlichen prudentiellen Aufsicht gesprochen werden kann.

## 5.4 Vermögensverwaltung

### a) Zivilrechtliche Einordnung

Die Vermögensanlage kann vom Kunden grundsätzlich selbst besorgt werden, wobei zur Abwicklung von Aufträgen und Verwahrung von Wertschriften Dritte beigezogen werden können und z.T. sogar müssen (Abschnitt 5.6).<sup>131</sup> Dritte können auch zur Beratung und Vermittlung beigezogen werden (Abschnitt 5.5). Die Verlagerung auf Dritte ist am ausgeprägtesten, wenn die Dritten **mittels Vollmacht beauftragt** werden, die Vermögensanlage (und Vorsorge) an eigener Stelle zu besorgen (sog. Vermögensverwaltung). Vermögensverwalter betreuen Vermögenswerte von Kunden gemäss einer im Voraus vereinbarten Anlagestrategie, indem sie die Vermögenswerte überwachen, gestützt auf eine Vollmacht selbständig Umschichtungen beschliessen und Käufe sowie Verkäufe im Namen und auf Rechnung des Kunden vornehmen.<sup>132</sup> Zum Teil kommt auch die vollmachtgestützte Betreuung von Versicherungsbeständen vor (zur üblichen Versicherungsmakelei vgl. Abschnitt 5.5).

Der Kunde ist folglich weder beim konkreten Anlageentscheid noch bei dessen Umsetzung involviert. Jedoch werden vor Beginn der Anlagetätigkeit die Situation des Kunden und seine Bedürfnisse umfassend abgeklärt. Das Kundenvermögen wird übereinstimmend mit den aus der Situation und den Bedürfnissen hervorgehenden Vorgaben investiert. Die vollmachtbasierte Vermögensverwaltung untersteht zivilrechtlich den Regeln des Auftragsrechts.<sup>133</sup> Dessen Kernstück ist die Sorgfalts- und Treuepflicht des beauftragten Vermögensverwalters gegenüber dem Kunden als Auftraggeber. Der

Vermögensverwalter hat die **Interessen des Kunden umfassend zu wahren** und diese seinen eigenen Interessen und jenen Dritter überzuordnen. Weiter statuiert das Auftragsrecht eine Pflicht zur Rechenschaftsablage. Daraus ergibt sich eine Informationspflicht über alles, was für den Kunden von Bedeutung ist, namentlich die Chancen und Risiken der Auftragsausführung.

Schliesslich sieht die gesetzliche Regelung einen **finanziellen Ausgleich** grundsätzlich dergestalt vor, dass der Auftraggeber durch die Ausführung des Auftrags – abgesehen von einem allfälligen Honorar – weder schlechter noch besser gestellt werden soll. Der Beauftragte hat daher einerseits ein Recht auf Auslagenersatz, hat aber andererseits – vorbehaltlich eines rechtsgültigen Verzichts<sup>134</sup> – alles abzuliefern, was ihm von dritter Seite infolge der Auftragsausführung zugekommen ist. Er muss daher grundsätzlich alle Leistungen Dritter herausgeben, welche in einem *inneren Zusammenhang* zur Auftragsausführung stehen (wie i.d.R. klassische Retrozessionen).<sup>135</sup> Umgekehrt darf er – auch ohne Wissen oder Zustimmung des Auftraggebers – alles behalten, was er lediglich *bei Gelegenheit* der Auftragsausführung, ohne inneren Zusammenhang mit dem ihm erteilten Auftrag, von Dritten erhalten hat.<sup>136</sup>

## b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung

Von der Verkaufsvermittlung („push-side“; Abschnitte 5.2 und 5.3) ist die kundenseitige Einkaufsvermittlung („pull-side“; Abschnitte 5.4 bis 5.6) zu unterscheiden. Vor allem die Tätigkeit als Vertriebsträger kollektiver Kapitalanlagen ist von der Tätigkeit als Vermögensverwalter abzugrenzen, da die beiden Tätigkeiten unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen unterworfen sind. Unternehmen, die beide Tätigkeiten ausüben, müssen sowohl den Regulierungen für Vertriebsträger als auch jenen für Vermögensverwalter genügen. Sie haben diese beiden Tätigkeiten gegenüber ihrer Kundschaft im erforderlichen Umfang zu trennen und dürfen namentlich gegenüber ein- und demselben Vermögensverwaltungskunden nicht gleichzeitig als Vertriebsträger agieren.<sup>137</sup>

Prudentiell Beaufsichtigte, welche (auch) in der individuellen Vermögensverwaltung aktiv sind, müssen die jeweiligen **Bewilligungsvoraussetzungen** wie auch die von der FINMA anerkannten „Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge“<sup>138</sup> der SBVg oder eine andere vergleichbare Selbstregulierung einhalten.<sup>139</sup> Zudem gelten für sie je nach Geschäftsfeld weitere **Verhaltensregeln** (bspw. für den Effektenhandel). „Unabhängige“ Vermögensverwalter – eine nicht geschützte Berufsbezeichnung<sup>140</sup> – fallen zunächst unter die Geldwäschereigesetzgebung und benötigen eine entsprechende Bewilligung gemäss GwG oder müssen sich einer anerkannten geldwäschereirechtlichen Selbstregulierungsorganisation anschliessen. Für solche unabhängigen resp. externen Vermögensverwalter, die für nicht qualifizierte Anleger Anteile an Kollektivanlagen erwerben wollen, gilt weiter Art. 6 Abs. 2 KKV, wonach sie den von der FINMA anerkannten Verhaltensregeln einer Branchenorganisation unterstehen und ihre Vermögensverwaltungsverträge im Einklang mit diesen Verhaltensregeln ausgestalten müssen.<sup>141</sup> Letzteres ist von den Branchenorganisationen zu kontrollieren.<sup>142</sup> Im Kanton Tessin besteht zudem eine Bewilligungspflicht für Treuhänder und Vermögensverwalter.<sup>143</sup>

Wollen Branchenorganisationen der Vermögensverwaltung ihre Verhaltensregeln von der FINMA anerkennen lassen, müssen die Regeln die Vorgaben im FINMA-Rundschreiben 2009/1 „**Eckwerte zur Vermögensverwaltung**“<sup>144</sup> erfüllen. Danach sind Vermögensverwaltungsverträge schriftlich abzuschliessen und die Verträge müssen sich namentlich zum Umfang und zu den Befugnissen des beauf-

tragten Vermögensverwalters sowie zu den Anlagezielen und -beschränkungen äussern.<sup>145</sup> Vermögensverwalter haben eine einwandfreie Geschäftstätigkeit zu gewährleisten, Massnahmen gegen Interessenkonflikte zu treffen und die Interessen ihrer Kunden zu wahren (**Treuepflicht**). Verboten sind insbesondere Churning, Front Running und andere gewährswidrige Verhaltensweisen:

### Vertiefung 21: Spesenschinderei (Churning)

Vermögensverwalter, die selbständig Kundendepots verwalten und sie in unzulässiger Weise exzessiv umschichten, um dadurch überhöhte Erträge zu generieren, verhalten sich gewährswidrig. Relevante Indizien und Fragen sind dabei:

- Welche Anlageziele wurden mit den Kunden vereinbart und wurden diese eingehalten?
- Wurden institutsinterne Listen der für das Vermögensverwaltungsgeschäft empfohlenen Anlagen eingehalten?
- Waren die getätigten Transaktionen mit Blick auf die Einhaltung beziehungsweise Erreichung des Anlageziels notwendig und machen sie wirtschaftlich Sinn?
- Gibt es Anzeichen für den raschen Austausch vergleichbarer Anlagen (In-and-out-Trading)?
- Wie häufig wurden die Kundenportfolios umgewälzt (Jahresumsatzquotient oder Turnover Ratio)?
- In welchem Verhältnis stehen die erzielten Kommissionen zu den eingesetzten Kundenvermögen?
- In welchem Verhältnis stehen die erzielten Kommissionen zu den für die Kunden erzielten Erträgen?<sup>146</sup>

Im Rahmen der **Sorgfaltspflicht** ist sicher zu stellen, dass die Anlagen dauernd mit den Anlagezielen und -beschränkungen übereinstimmen und die eingesetzten Anlagestrategien sind periodisch zu überprüfen. Soweit es die Anlagestrategien erlauben, ist eine angemessene Risikoverteilung zu gewährleisten. Die **Informationspflicht** verlangt aus aufsichtsrechtlicher Sicht, dass Kunden auf die anwendbaren Verhaltensregeln wie auch – in angemessener Weise – auf die Risiken der vereinbarten Anlageziele und -beschränkungen aufmerksam gemacht werden.<sup>147</sup> Schliesslich sind Vorgaben hinsichtlich der **Offenlegung von Leistungen Dritter** einzuhalten, die über das Zivilrecht hinausgehen: So ist festzuhalten, wem allfällige Leistungen zustehen, die ein Vermögensverwalter von Dritten im inneren Zusammenhang mit dem erteilten Auftrag und auch bloss bei Gelegenheit der Auftragsausführung erhält. Zudem ist ex ante über die Berechnungsparameter oder die Bandbreiten von sämtlichen Leistungen Dritter zu informieren, die anfallen oder anfallen könnten. Schliesslich ist ex post auf Anfrage die Höhe sämtlicher bereits erhaltener Leistungen Dritter offen zu legen, soweit sie sich einer einzelnen Kundenbeziehung mit vernünftigem Aufwand eindeutig individuell zuordnen lassen.

## 5.5 Anlageberatung und -vermittlung

### a) Zivilrechtliche Einordnung

Im Gegensatz zur Vermögensverwaltung trifft bei der Anlageberatung der Kunde die Anlageentscheidung selbst. Er fragt zwar einen entsprechend spezialisierten Anlageberater oder Versicherungsmakler um Rat, entscheidet dann aber selbst, ob er dem erteilten Rat folgen will oder nicht (z.B. kaufen, halten oder verkaufen von Aktien, Abschluss einer Lebensversicherung).<sup>148</sup> Anlageberater und -

vermittler, die kundenseitig beigezogen werden, unterstehen – auch in Versicherungsangelegenheiten – wie Vermögensverwalter ebenfalls dem Auftragsrecht. Auch sie haben folglich die **Interessen der Kunden umfassend zu wahren** und jene entsprechend zu informieren. Diesbezüglich kann auf die Ausführungen in Abschnitt 5.4 Bst. a) verwiesen werden.<sup>149</sup> Das Mass der geschuldeten Information ergibt sich grundsätzlich aus der schriftlichen oder mündlichen Vereinbarung zwischen Kunde und Dienstleister. Informationen müssen wahr, vollständig und klar sein. Dabei sind die Anforderungen an eine Aufklärung regelmässig umso höher, je risikobehafteter das betreffende Geschäft ist und je weniger Wissen ein Kunde über das betreffende Geschäft hat.<sup>150</sup> Dazu treten Beratungs- und Warnpflichten: Kunden sind nach Bedarf sachgerecht zu beraten und vor übereilten Entschlüssen zu warnen.<sup>151</sup> Dies gilt namentlich für den Fall, dass sich mit der Zeit zwischen Anlageberater und Kunde ein besonderes Vertrauensverhältnis entwickelt hat, aus welchem der Kunde unaufgefordert Beratung und Abmahnung erwarten darf.<sup>152</sup> Die zivilrechtliche Einordnung der Anlageberatung ist insofern problematisch, als dass der genaue Pflichtinhalt von Beratungsmandaten oft nicht genau definiert wird. Ein Beratungsmandat kann sich von der Abgabe punktueller Anlageempfehlungen bis hin zu einer anlegerprofilbezogenen, umfassenden Vermögensberatung erstrecken. Was vorliegt, lässt sich bei mündlich abgeschlossenen Mandaten nur aufgrund der Gesprächsinhalte und tatsächlich erbrachten Leistungen feststellen, was für Anbieter und Kunden mit Rechtsunsicherheiten verbunden ist. Sodann besteht sehr oft keine Klarheit, ob überhaupt ein eigentliches **Beratungsverhältnis** vorliegt oder ob nur gewisse erhöhte Informations- und Abmahnungspflichten im Rahmen einer gesteigerten Vertrauensbeziehung bestehen oder ob gar bloss ein auf die börsengesetzliche Informationspflicht reduzierte „Execution Only“-Situation vorliegt (vgl. Abschnitt 5.6).<sup>153</sup> Dagegen treffen einen Vertreter von Drittprodukten oder einen sog. Beibringer grundsätzlich keinerlei vertragliche Pflichten einem Kunden gegenüber, wenn er einzig im Auftrag des Produzenten tätig und mit dem Kunden selbst gerade keine vertragliche Beziehung eingegangen ist (vgl. Abschnitt 5.3).

Die Totalrevision des **Versicherungsvertragsgesetzes** betont das Treueverhältnis zu den Kunden und die entsprechende Pflicht zur **Interessenwahrung**. „Versicherungsmakler“ sollen verpflichtet werden, „ihren Rat auf die **Untersuchung einer hinreichenden Zahl** von auf dem Markt angebotenen Verträgen zu stützen und eine **fachkundige Empfehlung** abzugeben, welcher Vertrag geeignet ist, die Bedürfnisse der Kundin oder des Kunden zu erfüllen“ (Art. 67 Abs. 2 E-VVG). Dazu müssen sie – jeweils schriftlich – die **Bedürfnisse der Kunden erheben**, sie bei ihren Empfehlungen berücksichtigen und schliesslich ihre Empfehlungen begründen. Art. 68 E-VVG verlangt zudem, dass „Versicherungsmakler“ **grundsätzlich von den vermittelten Versicherungsnehmern entschädigt** werden und jenen umgekehrt sämtliche „vom Versicherungsunternehmen zugekommenen Leistungen wie Provisionen, Superprovisionen und andere geldwerte Vorteile, die direkt oder indirekt mit dem vermittelten Vertrag zusammenhängen“, abliefern. Über die Art, Höhe und Berechnung solcher Leistungen muss bei resp. nach Erhalt vollständig und wahrheitsgetreu informiert werden. Weder eine Ablieferungs- noch eine Rechenschaftspflicht besteht dagegen mit Blick auf solche Leistungen, die nicht mit einem vermittelten Vertrag zusammenhängen. Um ins Register eingetragen werden zu können, müsste neu der Beitritt zur Ombudsstelle nachgewiesen werden. Im übrigen soll es inskünftig generell nicht mehr zulässig sein, gleichzeitig als Agent und als Makler tätig zu sein – nicht einmal mehr in verschiedenen Versicherungszweigen.



## b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung

Die reine Beratungs- und Vermittlungstätigkeit in finanziellen Belangen und im Versicherungsbereich untersteht nicht der Geldwäschereigesetzgebung. Betreffend die Finanzanalyse bestehen besondere „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“<sup>154</sup> der SBVg. Die Kollektivanlagengesetzgebung gebietet es kundenseitig mandatierten Beratern und Vermittlern, sich jeglicher öffentlicher Werbung zu enthalten und bei ihrer Dienstleistung nicht gleichzeitig wie producentenseitig mandatierte Vertriebssträger aufzutreten.<sup>155</sup> Ungebundene Versicherungsvermittler müssen sich – auch wenn sie im Ausland ansässig sind und grenzüberschreitend agieren<sup>156</sup> – in das Vermittler-Register<sup>157</sup> eintragen lassen und hierzu die entsprechenden Voraussetzungen erfüllen. Erforderlich sind ausreichende berufliche Qualifikationen, ein guter Leumund und eine Berufshaftpflichtversicherung oder eine gleichwertige finanzielle Sicherheit.<sup>158</sup> Eingetragene Vermittler unterstehen einer Registeraufsicht.

## 5.6 Abwicklung / Verwahrung

### a) Zivilrechtliche Einordnung

Wer die Vermögensanlage selbst besorgt, ist z.T. dennoch darauf angewiesen, Dritte beizuziehen, um Zahlungen oder Transaktionen abzuwickeln („Execution only“) und Wertschriften zu verwahren.<sup>159</sup> Ersteres fällt grundsätzlich wiederum unter das Auftragsrecht,<sup>160</sup> wobei das Auftragsrecht auch kraft einer gesetzlichen Verweisung Anwendung finden kann.<sup>161</sup> Letzteres erfolgt im Rahmen eines Hinterlegungsvertrags oder – bei unverbrieften Werten – eines Auftrags. Werden nur punktuell Aufträge ausgeführt, besteht – im Unterschied zur Vermögensverwaltung sowie zur Anlageberatung und -vermittlung – **keine generelle Interessenwahrungspflicht** oder diese ist auf die Ausführung der betreffenden Transaktion beschränkt. Folge davon ist, dass Kunden grundsätzlich nur auf deren Verlangen über Risiken etc. aufzuklären sind. Doch gibt es einzelne Ausnahmen: Zunächst besteht eine Aufklärungs- resp. Abmahnungspflicht, wenn der Kunde im Zusammenhang mit einer Transaktion Auskünfte verlangt. Weiter dann, wenn „ohne Weiteres“ ersichtlich ist, dass ein Kunde hilfsbedürftig ist oder von den Risiken seiner „Spekulationstätigkeit“ keine Ahnung hat. Gleiches gilt, soweit bei „pflichtgemässer Aufmerksamkeit“ erkannt werden muss, dass ein Kunde eine bestimmte, mit der beabsichtigten Anlage verbundene Gefahr nicht erkannt hat.<sup>162</sup> Dazu tritt der Fall, dass ein Kunde nicht nur mit seinem eigenen Vermögen, sondern auch mit Krediten des Abwicklers oder Verwahrers „spekuliert“.<sup>163</sup> Zumindest um die erste Konstellation zu vermeiden, werden in der Praxis regelmässig Bestätigungen von Kunden eingeholt, wonach diese mit den einschlägigen Risiken vertraut seien. Zudem wird in der Praxis meist auch die Informationsbroschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel“<sup>164</sup> der SBVg abgegeben.

### b) Aufsichtsrechtliche Regulierung und Selbstregulierung

Das Bankengesetz erlaubt die Unterstellung der Betreiber von Zahlungssystemen unter das Bankengesetz und damit unter die in Abschnitt 5.1 Bst. b) erwähnten Regeln. Gleiches gilt kraft Börsengesetz für Betreiber von Effektenabwicklungssystemen. Zahlungssysteme befassen sich mit der Abrechnung und Abwicklung („Clearing and Settlement“) monetärer Forderungen und Verpflichtungen, Effekten-



abwicklungssysteme mit jener von Geschäften mit Effekten und anderen Finanzprodukten. Gehen von einem solchen System Risiken für die Stabilität des Finanzsystems aus, kann die SNB zusätzliche Anforderungen an den Betrieb stellen. Unter die Überwachung fallen gemäss Art. 19 Abs. 2 NBG auch Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme, deren Betreiber ihren Sitz im Ausland haben, wenn wesentliche Betriebsteile oder massgebliche Teilnehmer sich in der Schweiz befinden. Wer keiner Überwachung unterliegt, aber auch Dienstleistungen für den Zahlungsverkehr erbringt, untersteht der Geldwäschereigesetzgebung.

Einer **Bewilligungspflicht** als Effekthändler und der prudentiellen Beaufsichtigung wie die Produzenten unterliegt, wer als sog. Kundenhändler zwar in eigenem Namen, aber auf Rechnung von Kunden Effektenhandelsgeschäfte abwickelt und dazu Kundenkonti führt oder die betreffenden Effekten aufbewahrt.<sup>165</sup> Das Börsengesetz sieht hier **Verhaltensregeln** vor, die in den „Verhaltensregeln für Effekthändler“<sup>166</sup> der SBVg konkretisiert sind. Kundenseitig mit der Abwicklung von Transaktionsaufträgen betraute Effekthändler trifft eine **Informationspflicht**: Kunden sind unter Berücksichtigung ihrer Geschäftserfahrung und fachlichen Kenntnisse auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hinzuweisen.<sup>167</sup> Diese Pflicht bezieht sich auf die besondere Risikostruktur bestimmter Geschäftsarten und nicht auf die spezifischen Risiken einzelner, vom Kunden beabsichtigter Effektenhandelsgeschäfte. Dazu wird in der Praxis meist die Informationsbroschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel“<sup>168</sup> der SBVg abgegeben. Der Nachweis der Information ist zu dokumentieren. Erkennt der Effekthändler im Rahmen einer Geschäftsbeziehung bei einem Effektenhandelsgeschäft, dass der Kunde ein mit einer Geschäftsart verbundenes Risiko nicht kennt, hat er die Risikoaufklärung in standardisierter oder individualisierter Form zu wiederholen.

Nicht unter die börsengesetzliche Informations- oder Sorgfaltspflicht fallen die Erforschung der finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse des Kunden sowie die Beurteilung, ob eine von einem bestimmten Kunden beabsichtigte Transaktion für ihn geeignet ist. Es wird somit **keine „Suitability“-Prüfung** verlangt.<sup>169</sup> Aus Art. 11 BEHG kann gemäss der Rechtsprechung des Bundesgerichts keine entsprechende Erkundigungs- und Beratungspflicht eines nicht mit einem Vermögensverwaltungs- oder Beratungsmandat betrauten Effekthändlers abgeleitet werden.<sup>170</sup> Im Rahmen der **Sorgfaltspflicht** hat der Effekthändler für die bestmögliche Erfüllung in preismässiger, zeitlicher und quantitativer Hinsicht sowie für eine transparente Nachvollziehbarkeit der Abwicklung zu sorgen. Umgekehrt muss er nicht dafür einstehen, wenn die im Auftrag eines Kunden oder seines Vertreters erworbenen Produkte hinter der gewünschten Performance zurückbleiben.<sup>171</sup> Schliesslich verlangt die **Treuepflicht**, dass zweckdienliche organisatorische Massnahmen getroffen werden, um Interessenkonflikte zu vermeiden und eine Benachteiligung der Kunden durch solche Konflikte auszuschliessen. Können Benachteiligungen trotz ergriffener Massnahmen nicht ausgeschlossen werden, ist dies offen zu legen. Ein Effekthändler darf solchenfalls erst dann tätig werden, wenn der Kunde seine Zustimmung trotz des bestehenden Interessenkonfliktes gegeben hat. Kunden sind betreffend Ausführung von Transaktionen fair und gleich zu behandeln. Verboten sind Front, Parallel und After Running sowie Kursschnitte:

### Vertiefung 22: Kursschnitte

„Kursschnitte sind unzulässig. Als Kursschnitt gilt die Abrechnung eines vom tatsächlich erzielten Abschlusskurs abweichenden Preises. Kein Kursschnitt liegt vor, wenn der Effektenhändler im Zusammenhang mit dem zugrunde liegenden Auftrag ein Kursrisiko auf sich genommen oder mit dem Kunden Vereinbarungen getroffen hat, die eine vom tatsächlich erzielten Abschlusskurs abweichende Abrechnung rechtfertigen. Solche Vereinbarungen dürfen nicht Gegenstand von Allgemeinen Geschäftsbedingungen oder Formularverträgen sein.“<sup>172</sup>

Kundenhändler verhalten sich zudem sorgfalts- und treuwidrig, wenn sie den Kunden Courtagen in Rechnung stellen und gleichzeitig Retrozessionen einbehalten, ohne dass die Kunden im Einklang mit dem Auftragsrecht gültig darauf verzichtet haben.<sup>173</sup> Gegen die Treuepflicht verstösst auch, wer übermässig hohe Courtagen ohne adäquaten Gegenwert generiert; so sind etwa Kommissionen in Höhe von 35% der Gesamtkosten von Optionen nicht gerechtfertigt, wenn nebst der Abwicklung keine besonderen Leistungen vorliegen.<sup>174</sup> Werden externe Vermögensverwalter beigezogen, die früher für den Effektenhändler (oder die Bank) tätig waren, besteht eine Pflicht, Irreführungen von Kunden auszuschliessen und insbesondere dafür zu sorgen, dass ehemalige Angestellte ihre neue Geschäftstätigkeit und die damit verbundenen Kundengespräche ausserhalb der Räumlichkeiten der Bank oder des Effektenhändlers abwickeln.<sup>175</sup>

Bei Anlagefonds und Investmentgesellschaften mit variablem Kapital bedarf die Depotbank, welche als „Custodian“ das Fondsvermögen aufbewahrt, einer spezifischen Bewilligung gemäss Art. 13 Abs. 2 Bst. e und Art. 72 ff. KAG. Besondere Regeln gelten für das Borgen von Wertschriften aus Kundenbeständen sowie die Sammelverwahrung von Wertpapieren und Wertrechten.<sup>176</sup>

## 5.7 Rechtsvergleich

Im europäischen Rechtsraum sind die Pflichten der Produzenten von Finanzprodukten weitgehend vereinheitlicht. So hält die europäische Prospektrichtlinie fest, dass Wertpapiere in den Mitgliedstaaten grundsätzlich nur öffentlich angeboten oder an einem geregelten Markt zum Handel zugelassen werden dürfen, wenn vorgängig ein entsprechender Prospekt veröffentlicht wurde.<sup>177</sup> Der Prospekt kann als einheitliches Dokument oder in dreiteiliger Form erstellt werden. Er enthält Angaben über den Emittenten sowie das Produkt und gibt die wesentlichen Aspekte in einer Zusammenfassung wieder. Der Prospekt muss vor seiner Veröffentlichung durch die Aufsichtsbehörde des fraglichen Mitgliedstaates geprüft und gebilligt werden. Gestützt auf die Transparenzrichtlinie sind die Hersteller von Produkten, die an einem geregelten Markt gehandelt werden, zudem zur europaweiten Veröffentlichung von Jahres-, Halbjahresfinanzberichten sowie Zwischenmitteilungen verpflichtet und müssen die Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität einhalten.<sup>178</sup> Für kollektive Kapitalanlagen und Lebensversicherungen bestehen ebenfalls Mindestinformationspflichten.<sup>179</sup> Um nicht-professionellen Anlegern den Zugang zu produktrelevanten Informationen zu vereinfachen, muss für kollektive Kapitalanlagen im Anwendungsbereich der OGAW-Richtlinie ab Juli 2011 zudem ein separates, stark **standardisiertes Dokument mit „wesentlichen Informationen für den Anleger“** erstellt werden („Key Investor Document KID“).<sup>180</sup> Eine ähnliche Dokumentation soll gemäss einer Initiative der Europäischen Kommission für sämtliche Anlageprodukte für Retailanleger eingeführt werden („Packaged Retail Investment

Products PRIPs“).<sup>181</sup> Die Initiative strebt zusätzlich an, die Verhaltenspflichten für Produzenten und Vermittler dieser Produkte in Anlehnung an die in der MiFID festgehaltenen Pflichten zu vereinheitlichen.

Anders als das schweizerische Recht hat das EU-Recht auch die Zulassungs- und Verhaltenspflichten für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder die Ausübung von Anlagetätigkeiten unter der MiFID einheitlich geregelt.<sup>182</sup> Wird der Absatz von Finanzprodukten durch eine Wertpapierfirma im Sinne von Art. 2 der MiFID vorgenommen,<sup>183</sup> muss die entsprechende Firma durch die zuständige Behörde ihres Herkunftsmitgliedstaates zu dieser Tätigkeit zugelassen sein.<sup>184</sup> Die Zulassung erfolgt nur, wenn die Wertpapierfirma bestimmte organisatorische Vorschriften erfüllt.<sup>185</sup> Weiter haben Wertpapierfirmen verschiedene Verhaltenspflichten einzuhalten. Insbesondere sind sie verpflichtet, Interessenkonflikte zu vermeiden,<sup>186</sup> ihre Kunden redlich, eindeutig und nicht irreführend zu informieren und sich bei den Kunden über deren Kenntnisse und Erfahrungen bezüglich der abzuschliessenden Geschäfte oder Wertpapierdienstleistungen zu erkundigen.<sup>187</sup> Im Rahmen dieser Erkundigungspflicht müssen die Firmen ihre Kunden als Retailanleger oder professionelle **Kunden kategorisieren**.<sup>188</sup> Professionelle Kunden können sich allerdings auf Antrag als nicht-professionelle Kunden einstufen lassen. Die Richtlinie verzichtet darauf, bestimmte Finanztransaktionen für gewisse Kundengruppen generell zu untersagen. Gestützt auf die durch den Kunden erteilten Informationen hat die Wertpapierfirma jedoch die Angemessenheit („**Appropriateness**“) der Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen für den Kunden zu beurteilen. Bei professionellen Kunden kann die Wertpapierfirma anlässlich dieser Angemessenheitsprüfung davon ausgehen, dass sie über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die mit dem Geschäft einhergehenden Risiken zu erfassen. Gelangt die Wertpapierfirma zum Ergebnis, dass ein Produkt nicht angemessen ist für einen bestimmten Kunden, so hat sie den Kunden zu warnen. Falls der Kunde nicht bereit ist, der Wertpapierfirma die für eine Angemessenheitsprüfung erforderlichen Informationen zu erteilen, muss diese ihn darüber informieren, dass sie keine solche Prüfung vornehmen kann.<sup>189</sup> Finanzdienstleistungen, die über die blosse Ausführung von Kundenaufträgen hinausgehen, jedoch keine Vermögensverwaltung oder Anlageberatung darstellen, werden in der Praxis auch als „beratungsfreies Geschäft“ bezeichnet.

Für Vermögensverwalter und Anlageberater statuiert die MiFID strengere Erkundigungspflichten als für die übrigen Wertpapierfirmen. Als Anlageberater gemäss MiFID qualifiziert, wer gewerbsmässig eine persönliche Empfehlung an eine bestimmte Person richtet.<sup>190</sup> Portfolio-Management liegt nach der MiFID vor, wenn Portfolios auf Einzelkundenbasis und mit einem Ermessensspielraum im Rahmen eines Kundenmandats verwaltet werden und diese Portfolios ein oder mehrere Finanzinstrumente enthalten.<sup>191</sup> Im Rahmen ihrer Anlageberatungs- oder Vermögensverwaltungstätigkeit dürfen sich Wertpapierfirmen nicht auf eine Angemessenheitsprüfung beschränken. Vielmehr müssen sie sich beim Kunden über seine Kenntnisse und Erfahrung, seine finanziellen Verhältnisse und seine Anlageziele erkundigen und gestützt auf diese Informationen beurteilen, ob bestimmte Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente für diesen Kunden passend („**suitable**“) sind.<sup>192</sup> Bei professionellen Kunden im Sinne der MiFID dürfen Vermögensverwalter und Anlageberater davon ausgehen, dass sie bezüglich der Produkte, Geschäfte und Dienstleistungen, für die sie als professionelle Kunden eingestuft sind, über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Erhält ein Vermögensverwalter oder ein Anlageberater die für eine Eignungsprüfung erforderlichen Informationen nicht, so darf er dem Kunden keine Wertpapierdienstleistungen oder Finanzinstrumente empfehlen.<sup>193</sup>

Gestützt auf Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie können die einzelnen Mitgliedstaaten die reine Vermittler- und Beratungstätigkeit betreffend übertragbare Wertpapiere oder Anteile an kollektiven Kapitalanlagen vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausnehmen. Wertpapierfirmen, deren Wertpapierdienstleistungen sich auf die Ausführung von Kundenaufträgen oder die reine Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen beschränkt (sog. „Execution only“-Geschäfte), können zudem bei Vorliegen der Voraussetzungen nach Art. 19 (6) der MiFID auf die Durchführung einer Prüfung von „Suitability“ oder „Appropriateness“ verzichten. Die Bestimmung verlangt, dass das Geschäft auf Veranlassung des Kunden durchgeführt wird und es sich um nicht komplexe Finanzinstrumente handelt. Die Wertpapierfirma muss den Kunden zudem darüber informieren, dass sie für das fragliche Geschäft keine der erwähnten Prüfungen vornimmt. Gemäss MiFID unterstehen jedoch auch Wertpapierfirmen, welche mit der blossen Ausführung von Kundenaufträgen beauftragt werden, den in der Richtlinie statuierten Zulassungs- und Wohlverhaltenspflichten.

Die Richtlinie hält auch Haftungsbestimmungen für den **Beizug gebundener Vermittler** sowie eine Pflicht zur **Aufzeichnung und Aufbewahrung** von relevanten Daten über die Geschäfte mit Finanzinstrumenten fest.<sup>194</sup> Insbesondere sind Wertpapierfirmen verpflichtet, Aufzeichnungen über die Vereinbarungen zwischen der Firma und dem Kunden sowie die daraus erwachsenden Rechte und Pflichten der Parteien zu erstellen. Schliesslich statuiert Art. 26 der MiFID-Durchführungsrichtlinie hinsichtlich **Anreizen**, dass eine Wertpapierfirma keine Gebühren, „Provisionen“ oder nicht monetären Vorteile annehmen oder gewähren darf, es sei denn (i) diese werden dem Kunden gezahlt oder gewährt, oder (ii) sie werden offen gelegt und dienen einer Qualitätsverbesserung der für den Kunden erbrachten Dienstleistung.<sup>195</sup> Geschäftsbedingte Gebühren, die wesensbedingt keine Interessenkonflikte hervorrufen, dürfen ebenfalls gewährt oder angenommen werden.<sup>196</sup>

Für Finanzdienstleistungen, die per Telefon oder Internet abgesetzt werden, enthält die Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen besondere Informationspflichten.<sup>197</sup> Sie verpflichtet Vermittler insbesondere, die Kunden über Widerrufs- und Kündigungsrechte aufzuklären.

Versicherungsmakler haben zusätzlich die Registrierungspflicht gemäss der europäischen Richtlinie über Versicherungsvermittlung für die Vermittler von Versicherungs- und Rückversicherungsverträgen zu beachten.<sup>198</sup> Die Richtlinie enthält ausserdem Informationspflichten über das Verhältnis zwischen einem Versicherungsunternehmer und dem Vermittler und hält fest, dass der Vermittler die Wünsche und **Bedürfnisse des Kunden zu ermitteln** hat.

Im Vereinigten Königreich müssen Anlageberater ab Januar 2013 potentielle Retailkunden darüber informieren, ob sie eine **unabhängige Beratung** („independent advice“) oder eine eingeschränkte Beratung („restricted advice“) anbieten.<sup>199</sup> Eine Beratung darf nur als unabhängig bezeichnet werden, wenn sich der Berater auf eine umfassende und faire Analyse des relevanten Marktes abstützt und der Rat unvoreingenommen und uneingeschränkt erfolgt. Der relevante Markt umfasst dabei grundsätzlich sämtliche Retailprodukte, welche die Anlagebedürfnisse und -ziele eines Retailkunden zu befriedigen vermögen. Unabhängige wie auch vertikal integrierte Berater dürfen gemäss der neuen Regelung zudem keine Kommissionen von Produkteanbietern mehr entgegennehmen.<sup>200</sup> Vielmehr haben die Berater Gebühren für ihre Dienstleistungen bei den Kunden zu erheben. Diese Gebühren sind gestützt auf die Art und den Umfang der Dienstleistung und nicht im Hinblick auf ein bestimmtes Produkt zu bemessen. Die neuen Vorschriften betreffend Gebührenerhebung gelten jedoch nicht für

die Erteilung von „basic advice“, d.h. für standardisierte Beratung, die mit Hilfe von vordefinierten Fragestellungen erfolgt und sich auf einen durch die Regulierung definierten Kreis von Produkten („stakeholder products“) bezieht.<sup>201</sup>

Im deutschen Recht sind Wertpapierdienstleistungsfirmen seit 2010 verpflichtet, über jede Anlageberatung bei einem Privatkunden ein schriftliches **Protokoll** anzufertigen.<sup>202</sup> Gestützt auf eine Markterhebung vom Februar 2010 sieht die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Verbesserungsbedarf bei der Umsetzung der Protokollpflichten.<sup>203</sup> Verbesserungsbedarf belegen auch einschlägige Testergebnisse.<sup>204</sup> Zur Zeit wird in Deutschland ein Regierungsentwurf vom September 2010 für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (kontrovers) diskutiert. Danach sollen sich sämtliche Anlageberater, Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte bei der BaFin registrieren und ihre angemessene Qualifikation nachweisen. Auch sollen der BaFin zusätzliche Möglichkeiten eingeräumt werden, um Verstöße gegen anlegerschützende Vorschriften zu ahnden. Weiter soll in Zukunft ein kurzes und leicht verständliches Dokument die Anleger über die wesentlichen Merkmale eines Finanzinstruments informieren.<sup>205</sup>

Archiv

## Endnoten Anhänge

Archiv



- <sup>1</sup> Jahresbericht 2008 (S. 20; abrufbar unter [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch)).
- <sup>2</sup> Bei der Vermögensanlage sind auch der Anlagehorizont und die Anlageziele relevant – und je nach Kunde verschieden.
- <sup>3</sup> Bekanntlich steigt die Lebenserwartung kontinuierlich. Heute leben Männer und Frauen im Durchschnitt noch über 20 Jahre nach der Pensionierung.
- <sup>4</sup> EBK 2008, Textbox Nr. 12.
- <sup>5</sup> Eine leicht von der nachfolgenden Einteilung abweichende Darstellung findet sich unter [www.swissbanking.org/kompendium-2010.pdf](http://www.swissbanking.org/kompendium-2010.pdf) (S. 47 ff.). Nationalbankengesetz und -verordnung verwenden beide den Begriff „Finanzinstrument“ im Zusammenhang mit Effektenabwicklungssystemen und verstehen darunter „insbesondere Effekten“. Mit Effekten und der börsengesetzlichen Meldepflicht befasst sich Art. 15 BEHV-FINMA unter dem Titel „Finanzinstrumente“. Die International Accounting Standards (IAS) umschreiben ein „Finanzinstrument“ als einen Vertrag, der bei einem Unternehmen zu einem Aktivum und zugleich bei einem anderen Unternehmen zu einer Verbindlichkeit oder zu Eigenkapital wird.
- <sup>6</sup> Auch die Praxis klassifiziert Finanzprodukte eher anhand von Kundensegmenten, der internen Organisation von Finanzdienstleistern („Business Lines“ wie Privatkunden, Kommerzgeschäft und Investment Banking) oder anhand des Kundennutzens (Sparen, Anlegen, Versichern, Finanzieren) und orientiert sich weniger am in der Theorie bisweilen vertretenen funktionalen Ansatz (zum funktionalen Ansatz vgl. z.B. Merton, Robert C. / Bodie, Zvi: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in: Crane, Dwight B. / Bodie, Zvi / Froot, Kenneth A. / Mason, Scott P. / Merton, Robert C. / Perold, Andre F. (Hrsg.): The Global Financial System – A Functional Perspective, Boston 1995, S. 263–300).
- <sup>7</sup> Es sind weitere Unterteilungen denkbar, z.B. in Kredit- und Hypothekarprodukte. Diese werden indes nicht von den Zielen der Finanzmarktaufsicht erfasst (vgl. Anhang 4). Zum Vergleich: Die MiFID knüpft am Begriff „Finanzinstrumente“ an und erfasst dabei vor allem Anlageprodukte.
- <sup>8</sup> Gemäss Art. 15 Abs. 1 BankG dürfen Einlagen, die in irgendeiner Wortverbindung durch den Ausdruck „Sparen“ gekennzeichnet sind, nur von Banken entgegen genommen werden, die öffentlich Rechnung ablegen.
- <sup>9</sup> Mit Kapitalschutz für die Hinterbliebenen bei Tod bzw. für den Versicherten bei Erleben; Rentenversicherung; u.U. fondsanteiligebunden.
- <sup>10</sup> Auf Grund der vertraglich festgelegten und fixen Laufzeit ist bei Festgeldern und Treuhandanlagen die Verzinsung höher als bei Spareinlagen. Mit den Kundeneinlagen kann besser geplant werden, weil die Informationsasymmetrie zwischen Bank und Kunde, wie sie bei Spareinlagen vorhanden ist – die Bank hängt letztlich vom Handeln des Kunden ab, der seine Sparguthaben jederzeit abziehen kann –, geringer ist.
- <sup>11</sup> Näheres dazu findet sich in den „Richtlinien betreffend Treuhandanlagen“ der SBVg (abrufbar unter [www.swissbanking.org/20090722-3200-all-rl\\_treuhandanlagen\\_web-ise.pdf](http://www.swissbanking.org/20090722-3200-all-rl_treuhandanlagen_web-ise.pdf)).
- <sup>12</sup> Zwar sind die Ansprüche der Anleger eines vertraglichen Anlagefonds rein obligatorischer Natur. Allerdings gehen ihre Forderungen gegenüber der Fondsleitung auf Beteiligung am Vermögen sowie am Ertrag des Anlagefonds.
- <sup>13</sup> Bei Strukturierten Produkten muss ein vereinfachter Prospekt vorliegen, der gemäss Art. 5 Abs. 2 Bst. c KAG darauf hinweisen muss, dass das Produkt weder eine kollektive Kapitalanlage ist noch der Bewilligung der FINMA untersteht.
- <sup>14</sup> Der Fondsleitung verbleibt die eigentliche Leitungsfunktion (Administration, Back Office): Leitungsfunktionen; Risk Management, internes Kontrollsystem und Compliance; Kontrolle und Überwachung der Beauftragten; Buchhaltung, Controlling und Rechenschaftsablage; Bewertung des Fondsvermögens und Berechnung des sog. Net Asset Value; Pflichtpublikationen.
- <sup>15</sup> Das Ausfallrisiko kann mit einer Pfandbesicherung weiter eingedämmt werden.

- <sup>16</sup> Solche „Wrappers“ ermöglichen zum Teil Steueraufschübe und eine steuerprivilegierte Übertragung von Vermögenswerten auf Begünstigte (z.B. Wegfall von Erbschaftssteuern). Sie sind daher für Kunden aus entsprechenden Ländern interessant. Zur Behandlung nach Geldwäschereigesetz siehe FINMA-Mitteilung 9 (2010).
- <sup>17</sup> Rz 20 FINMA-RS 08/40 „Lebensversicherung“ (abrufbar unter [www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-40.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-40.pdf)).
- <sup>18</sup> Im Rahmen der Totalrevision des Versicherungsvertragsgesetzes ist vorgesehen, einerseits zwischen den einzelnen Versicherungszweigen und andererseits zwischen nicht kumulierbaren Schaden(ausgleichs)- sowie kumulierbaren Summenversicherungen zu unterscheiden.
- <sup>19</sup> Dieser Begriff findet auch in Art. 67 Abs. 3 E-VVG Verwendung.
- <sup>20</sup> Lebensversicherungen profitieren teils von erbrechtlichen, konkursrechtlichen und fiskalischen Privilegien.
- <sup>21</sup> Anders als bei traditionellen kapitalbildenden Lebensversicherungen trägt der Versicherungsnehmer bei anteilgebundenen Lebensversicherungen folglich u.U. das Risiko von Wertverlusten der unterliegenden Anlagen.
- <sup>22</sup> Insbesondere Zertifikatefonds. Die Annäherung erschwert in der Praxis namentlich die Abgrenzung besicherter oder garantierter Strukturierter Produkte i.S.v. Art. 5 KAG gegenüber Kollektivanlagen, Anleiheobligationen und Kreditderivaten.
- <sup>23</sup> Die Annäherung und Substituierbarkeit verschiedener Produkte wurde auch als Grund zur Schaffung einer integrierten Aufsichtsbehörde angeführt (BBI 2006 S. 2835).
- <sup>24</sup> Aus der jüngeren Zeit namentlich zu erwähnen sind – in chronologischer Reihenfolge – die Darstellungen von Zulauf/Zibung 2008, Weber/Iseli 2008 sowie EBK 2008.
- <sup>25</sup> Die Passivseite kann auch durch die Ausgabe von Kassen- und Anleiheobligationen oder die Aufnahme von Pfandbriefdarlehen geäußert werden. Das Zinsdifferenzgeschäft ist gesamthaft gesehen die zweitwichtigste Ertragsquelle der Banken. Noch wichtiger ist einzig das Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft, das seine Stütze in der Vermögensanlage, insbesondere der Vermögensverwaltung findet.
- <sup>26</sup> Bestandteile des Versicherungsvertrages sind: die Gefahr, gegen die Schutz gesucht wird; die der Gefahr ausgesetzten Personen, Sachen oder Vermögenswerte; die Versicherungsleistung des Versicherers; die Prämienleistung des Versicherungsnehmers als Vertragspartners des Versicherers (der mit dem Versicherten nicht zwingend identisch ist); der Beginn der Versicherung; die Laufzeit der Versicherung.
- <sup>27</sup> Siehe zum „Sparer im engeren Sinn“ die Überlegungen des Schweizerischen Bankenombudsmann gemäss Vertiefung .
- <sup>28</sup> Die Höhe der pro Jahr aufgelegten Pfandbriefanleihen kann mehrere Millionen, aber auch gut über 1 Milliarde Franken betragen.
- <sup>29</sup> Indes deckt sich die Höhe bzw. die Anknüpfung der üblichen Entschädigungen nur teilweise mit dem Aufwand für die jeweiligen Leistungen (EBK 2008 S. 55).
- <sup>30</sup> EBK 2008, Textbox Nr. 16.
- <sup>31</sup> Zum Vergleich: Dies entsprach einem Anteil von 7,6% am gesamten Kommissionsertrag.
- <sup>32</sup> Diese Berufsbezeichnung ist in der Schweiz nicht geschützt. Die Anlageberatung ist oft eng verknüpft mit den Vertriebstätigkeiten der Produzenten. Auch unter einer sog. unabhängigen Anlageberatung ist es den Beratern unter geltendem Recht nicht untersagt, Zahlungen von Dritten entgegenzunehmen, solange sie dabei nicht gegen ihre auftragsrechtlichen Pflichten verstossen.
- <sup>33</sup> Vgl. das Berufsbild „Schweizer Versicherungsbroker“ unter [www.siba.ch/pdf/SIBA\\_Berufsbild\\_D.pdf](http://www.siba.ch/pdf/SIBA_Berufsbild_D.pdf)
- <sup>34</sup> In die Überlegungen einbezogen werden aber auch „soft factors“ wie Erfahrungswerte bei der Erledigung von Versicherungsansprüchen oder andere reputationelle Gesichtspunkte.

- <sup>35</sup> Die „Courtage“ kann wiederkehren. Üblicherweise setzt sie sich aus einem Vermittlungsentgelt (für den Erstvertrag und/oder die Nichtkündigung des bestehenden Vertrages) und einem Betreuungsentgelt (für Verwaltung und Bestandspflege) zusammen.
- <sup>36</sup> [www.siba.ch/pdf/SIBA\\_Berufsbild\\_D.pdf](http://www.siba.ch/pdf/SIBA_Berufsbild_D.pdf) (Ziff. 7.3).
- <sup>37</sup> Die folgenden Ausführungen sind teils wörtlich entnommen aus: EBK 2008, Kapitel 4 und 6. Eine Alternative läge in der Beteiligung an einem Anlagefonds.
- <sup>38</sup> 100 Basispunkte (bp) entsprechen 1%.
- <sup>39</sup> Neben der Einfachheit der Bestimmung der tatsächlichen Kosten eines Vermögensverwaltungsmandates hat die All-in-Fee den Vorteil, dass für den Anbieter kein Anreiz besteht, über „Churning“ seinen Ertrag zu Lasten des Kunden zu erhöhen. Da der Anbieter die Kosten von Transaktionen nicht weiterbelasten kann, wird er vielmehr daran interessiert sein, die Anlagestrategie mit möglichst wenigen Orders umzusetzen. Als Nachteil der All-in-Fee ist aber das Risiko zu erwähnen, dass der Anbieter u.U. weniger Transaktionen vornimmt, als im Kundeninteresse lägen (also zu passiv bleibt). Bei institutionellen Mandaten ist dieses Risiko geringer, da die Kunden dort die Performance anhand gängiger Benchmarks prüfen.
- <sup>40</sup> Fn. 32.
- <sup>41</sup> Der externe Vermögensverwalter verwaltet das Vermögen des Kunden „wirtschaftlich“, d.h. er bringt die ersten beiden Elemente des einleitend skizzierten Ablaufs der Vermögensanlage. Umgekehrt ist die Verwahrung und somit die „technische“ Verwaltung von Vermögenswerten bewilligten Instituten vorbehalten. Von der Depotstelle bezieht der Kunde daher das dritte und vierte Element im Ablauf.
- <sup>42</sup> Bei einzelnen Banken werden bis zu 20% der bei ihr hinterlegten Vermögenswerte von externen Vermögensverwaltern betreut.
- <sup>43</sup> Ende 2009 waren in der Schweiz 68 Effektenhändler ohne gleichzeitige Bankenbewilligung zugelassen. Diese sind zu einem grösseren Teil im Vermögensverwaltungsgeschäft aktiv, agieren z.T. aber auch nur als Broker, Underwriter oder Eigenhändler.
- <sup>44</sup> Je nach ihrer Ausgestaltung lässt Finanzmarktregulierung Finanzmärkte überhaupt erst entstehen oder verhindert Marktstörungen, indem sie namentlich bei Marktversagen oder Marktunvollkommenheit korrigierend eingreift. Finanzmarktregulierung stärkt die Wettbewerbsfähigkeit der Finanzdienstleister und gewährt bzw. erleichtert ihnen zum Teil den Marktzutritt im Ausland.
- <sup>45</sup> Zuständig sind grundsätzlich die Wettbewerbskommission ([www.weko.admin.ch](http://www.weko.admin.ch)) bzw. der Preisüberwacher ([www.preisueberwacher.admin.ch](http://www.preisueberwacher.admin.ch)). Ausnahmen existieren im Rahmen der Beurteilung von Unternehmenszusammenschlüssen.
- <sup>46</sup> „Public awareness“ ist beispielsweise eine der Aufgaben der britischen Financial Services Authority FSA (vgl. [www.fsa.gov.uk/financial\\_capability/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/financial_capability/index.shtml) und [www.moneymadeclear.fsa.gov.uk](http://www.moneymadeclear.fsa.gov.uk) sowie [www.whataboutmoney.info](http://www.whataboutmoney.info)).
- <sup>47</sup> Zulauf/Zibung 2008 S. 12 ff.
- <sup>48</sup> Gemäss Definition der Expertenkommission ZIMMERLI in ihrem I. Teilbericht „Integrierte Finanzmarktaufsicht“ vom Juli 2003 handelt es sich beim Begriff „prudentielle Aufsicht“ um einen „[...]“ Sammelbegriff für das Instrumentarium in einem Aufsichtssystem, das die Solvenz der beaufsichtigten Institute sowie die Stabilität des Finanzsystems gewährleisten soll. Die umfassende Aufsicht beruht dabei auf den Pfeilern einer Bewilligungspflicht einer bestimmten Tätigkeit und der laufenden Überwachung der Bewilligungsvoraussetzungen und weiteren regulierten Sachverhalten“ ([www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/00941/index.html?lang=de](http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/00941/index.html?lang=de) [S. 20]).
- <sup>49</sup> Einzelne Länder strukturieren ihr Aufsichtssystem in Form eines Zwei-Spitzen-Modells („twin peaks system“) mit je einer eigenen Aufsichtsbehörde für prudentielle Vorgaben sowie für Verhaltensregeln (aber jeweils sektorübergreifend). Dazu zählt neuestens auch das Vereinigte Königreich.
- <sup>50</sup> FINMA-RS 08/38 „Marktverhaltensregeln“; [www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-38.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-38.pdf)).

- <sup>51</sup> Rz 10 FINMA-RS 10/2 „Repo/SLB“ ([www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2010-02.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2010-02.pdf)). Zusätzlich sind in Rz 4 ff. des Rundschreibens allgemeine Aufklärungs- und Deklarationspflichten vorgesehen.
- <sup>52</sup> So z.B. den Fondsvertrag zwischen Fondsleitung und Anleger.
- <sup>53</sup> Wie etwa eine Beschränkung einzelner Finanzprodukte auf qualifizierte Anleger.
- <sup>54</sup> [www.finma.ch/d/faq/privaten/Seiten/faq-umfang-aufsicht.aspx](http://www.finma.ch/d/faq/privaten/Seiten/faq-umfang-aufsicht.aspx).
- <sup>55</sup> Besonderheiten werden zum Teil bewusst weggelassen. Vgl. zum Folgenden auch den rechtlichen Abriss in Kapitel 2 des Berichts der FINMA zu ihren Untersuchungen in den Fällen Madoff und Lehman (abrufbar unter [www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/bericht-lehman-madoff-20100302-d.pdf](http://www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/bericht-lehman-madoff-20100302-d.pdf)) sowie Abegglen, Sandro: Schadenersatzansprüche des Kunden gegen den Vermögensverwalter – Beurteilung typischer Argumente, in: Isler, Peter R. / Cerutti, Romeo (Hrsg.): Vermögensverwaltung III, Zürich 2010, S. 33–56.
- <sup>56</sup> Nicht behandelt wird die umgekehrte Konstellation, also das grenzüberschreitende Angebot von der Schweiz ins Ausland (vgl. dazu [www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/positionspapier\\_rechtsrisiken\\_d.pdf](http://www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/positionspapier_rechtsrisiken_d.pdf)).
- <sup>57</sup> Folglich gelten fremde Mittel *ohne* Darlehens- oder Hinterlegungscharakter nicht als Einlagen im Sinne der Bankengesetzgebung (vgl. Rz 11 f. FINMA-RS 08/3 „Publikumseinlagen bei Nichtbanken“; abrufbar unter [www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-03.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-03.pdf)).
- <sup>58</sup> Ausführlich BGE 100 II 155 ff. (abrufbar unter [www.bger.ch](http://www.bger.ch)). Siehe zum „Sparer im engeren Sinn“ auch die Überlegungen des Schweizerischen Bankenombudsmann gemäss Vertiefung .
- <sup>59</sup> Zusätzlich hält Art. 100 VVG fest, dass auf den Versicherungsvertrag die Bestimmungen des Obligationenrechts subsidiär zur Anwendung kommen.
- <sup>60</sup> Dies kann bei der Vorsorge auch der Erlebensfall sein.
- <sup>61</sup> Beim Devisenhandel besteht ein Anspruch auf Rückerstattung der entsprechenden Gelder in der gewählten Währung.
- <sup>62</sup> Aktien vermitteln zudem Mitgliedschaftsrechte, namentlich ein Stimm- und Wahlrecht.
- <sup>63</sup> Der höher, aber auch tiefer sein kann als jener Wert, der für den Erwerb gezahlt wurde. Ebenso kann bei börsengehandelten Aktien der ursprüngliche Kaufpreis tiefer oder höher ausfallen als der spätere Verkaufspreis.
- <sup>64</sup> Beispiele: EBK-Bulletin 32 S. 51 ff., 38 S. 21 ff. und S. 25 ff. sowie 47 S. 68 ff. (abrufbar unter [www.finma.ch](http://www.finma.ch) > Archiv).
- <sup>65</sup> Ersteres gilt auch für die Führung von Kundenkonti zur Anlage in Devisen. Spareinlagen setzen zudem voraus, dass die Bank öffentlich Rechnung ablegt; vgl. Art. 15 Abs. 1 BankG.
- <sup>66</sup> Das KAG sieht darüber hinaus weitere Bewilligungspflichten vor, namentlich für Depotbanken, Vertreter ausländischer Kollektivanlagen sowie für den Fall, dass die Verwaltung *schweizerischer* Kollektivanlagen delegiert werden sollte. Wird die Verwaltung *ausländischer* Kollektivanlagen delegiert, ist eine Unterstellung gemäss Art. 13 Abs. 4 KAG freiwillig. Für bewilligte Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen gelten die entsprechenden Verhaltensregeln der SFA ([www.sfa.ch/self-regulation/codes-of-conduct](http://www.sfa.ch/self-regulation/codes-of-conduct)).
- <sup>67</sup> Dazu zählen nicht nur fachliche Qualifikationen, sondern auch ein guter Ruf.
- <sup>68</sup> Banken: CHF 10 Mio.; Pfandbriefzentralen: mind. CHF 5 Mio.; Versicherer: CHF 3–12 Mio.; Effektenhändler: CHF 1,5 Mio.; Fondsleitungen: CHF 1 Mio.
- <sup>69</sup> [www.einlagensicherung.ch](http://www.einlagensicherung.ch).
- <sup>70</sup> [www.bankingombudsman.ch](http://www.bankingombudsman.ch).
- <sup>71</sup> Vgl. FINMA-RS 08/18 „Anlagerichtlinien Versicherer“ ([www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-18.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-18.pdf)).
- <sup>72</sup> [www.versicherungsombudsman.ch](http://www.versicherungsombudsman.ch).
- <sup>73</sup> [www.ombudsman-kv.ch](http://www.ombudsman-kv.ch).
- <sup>74</sup> Ein Beitritt zur Ombudsstelle soll für Versicherer im Rahmen der Totalrevision des Versicherungsvertragsgesetzes zwingend werden.

- <sup>75</sup> Solche existieren auch im Rahmen der Beruflichen Vorsorge.
- <sup>76</sup> Für Versicherungsprodukte vgl. Fn. 81.
- <sup>77</sup> Allerdings sind solche Produkte Banken vorbehalten. Die „Richtlinien betreffend Treuhandanlagen“ der SBVg sehen verschiedene Massnahmen zur korrekten Abwicklung vor wie etwa die Vermeidung der Verrechnungsgefahr (abrufbar unter [www.swissbanking.org/20090722-3200-all-rl\\_treuhandanlagen\\_web-ise.pdf](http://www.swissbanking.org/20090722-3200-all-rl_treuhandanlagen_web-ise.pdf)).
- <sup>78</sup> Bei Strukturierten Produkten wird allerdings der Einbezug eines prudentiell Beaufsichtigten verlangt.
- <sup>79</sup> Die Annäherung zwischen Strukturierten Produkten und Kollektivanlagen führt in der Praxis zu Abgrenzungsschwierigkeiten.
- <sup>80</sup> Dieser hat die gesetzlichen Melde-, Publikations- und Informationspflichten sowie die „Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft“ der SFA einzuhalten ([www.sfa.ch/self-regulation/codes-of-conduct](http://www.sfa.ch/self-regulation/codes-of-conduct)).
- <sup>81</sup> Bei fondsgebundenen Lebensversicherungen muss die kollektive Kapitalanlage als solche durch die FINMA genehmigt worden sein. Weiter müssen gestützt auf Art. 4 Abs. 2 Bst. r VAG „die Tarife und Allgemeinen Versicherungsbedingungen, welche in der Schweiz verwendet werden bei der Versicherung von sämtlichen Risiken in der beruflichen Vorsorge und in der Zusatzversicherung zur sozialen Krankenversicherung“, vor der Aufnahme der Versicherungstätigkeit durch die FINMA genehmigt werden. Änderungen sind der FINMA zur Genehmigung einzureichen. Ebenfalls genehmigungsbedürftig sind die Abfindungswerte von Lebensversicherungen.
- <sup>82</sup> Vgl. die „Richtlinie zu Notes ausländischer Schuldner“ der SBVg ([www.swissbanking.org/1612\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/1612_d.pdf)); der Prospekt unterliegt jedoch weder einer Genehmigungs- noch einer Registrierungspflicht.
- <sup>83</sup> [www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-strukturierte-produkte.aspx](http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-strukturierte-produkte.aspx); der Prospekt unterliegt indes weder einer Genehmigungs- noch einer Registrierungspflicht).
- <sup>84</sup> Ausnahmen von der Prospektspflicht finden sich in Art. 4 Abs. 4 KKV.
- <sup>85</sup> Konkretisierende Anforderungen finden sich in den „Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten“ der SBVg ([www.swissbanking.org/999989\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/999989_d.pdf)). Zudem besteht eine Etikettierungspflicht, indem darauf hinzuweisen ist, dass das Produkt weder eine kollektive Kapitalanlage ist noch der Bewilligung der FINMA untersteht.
- <sup>86</sup> Selbst beim Nichtvorliegen öffentlicher Werbung sind die Prospektvorschriften grundsätzlich zu befolgen. Allerdings kann die FINMA kollektive Kapitalanlagen, die sich ausschliesslich an qualifizierte Anbieter richten, gestützt auf Art. 10 Abs. 5 KAG von den Vorschriften zur Erstellung eines Prospekts befreien.
- <sup>87</sup> Bestimmungen zur Zulässigkeit und Offenlegung von „Bestandespflegekommissionen“ und „Rückvergütungen“ finden sich in der „Richtlinie für Transparenz bei Verwaltungskommissionen“ der SFA, Bestimmungen zur Offenlegung der Kennziffern „Total Expense Ratio“ und „Portfolio Turnover Rate“ in den „Richtlinien zur Berechnung und Offenlegung der TER und PTR von kollektiven Kapitalanlagen“ der SFA (jeweils abrufbar unter [www.sfa.ch/self-regulation/transparency](http://www.sfa.ch/self-regulation/transparency)).
- <sup>88</sup> [www.finma.ch/d/beaufsichtigte/kapitalanlagen/Seiten/default.aspx](http://www.finma.ch/d/beaufsichtigte/kapitalanlagen/Seiten/default.aspx).
- <sup>89</sup> Beim Vertrieb von fondsgebundenen Lebensversicherungen sind allerdings die soeben erwähnten Vorschriften für Kollektivanlagen zu beachten (Rz 56 FINMA-RS 08/39 „Anteilgebundene Lebensversicherung“; abrufbar unter [www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-39.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-39.pdf)).
- <sup>90</sup> Vgl. zudem die gesetzlichen Anforderungen etwa an Lebensversicherungsverträge in Art. 130 AVO. Zur vorvertraglichen Informationspflicht vgl. auch Art. 12 E-VVG.
- <sup>91</sup> Ein indirekter Prospektzwang ist anzunehmen, wenn die Optionsscheine durch ein Derivathaus ohne Bankenstatus öffentlich angeboten werden.
- <sup>92</sup> Die nachfolgend betonte rechtliche Differenzierung zwischen Kaufrecht und Auftragsrecht korrespondiert nicht stets mit der rein faktischen Unterscheidung zwischen Vertrieb und Beratung. Auch im Vertrieb wird beraten – nur sind eben die rechtlichen Pflichten anders.



- <sup>93</sup> Hauptcharakteristikum des Auftragsrechts ist die Geschäftsführung in fremdem Interesse, d.h. die treuhänderische Tätigkeit für einen Anderen (vgl. etwa BGE 122 III 361 ff.). Im Finanzsektor ist zudem davon auszugehen, dass entsprechende Dienstleistungen nur gegen Entgelt erbracht werden (vgl. Art. 394 Abs. 3 OR).
- <sup>94</sup> Vgl. BGE 133 III 97 ff.
- <sup>95</sup> Weiter können trotz Fehlens eines relevanten Auftragsverhältnisses zwischen Kunden und Finanzdienstleister Informationspflichten gegenüber dem Kunden bestehen, sei es gestützt auf Art. 11 Abs. 1 Bst. a BEHG oder Art. 20 Abs. 1 Bst. c KAG. Diese Artikel sind sog. Doppelnormen und entfalten mithin auch zivilrechtliche Wirkungen. Siehe auch die Darstellung bei Abegglen 2009 S. 64 ff.
- <sup>96</sup> Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 4. Mai 2009, in: Blätter für Zürcherische Rechtsprechung 2009 Nr. 48.
- <sup>97</sup> Was genau unter einer Beratung zu verstehen ist und inwieweit Kundenbedürfnisse zu berücksichtigen sind, umschreibt der unter [www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01345/index.html?lang=de](http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01345/index.html?lang=de) abrufbare Erläuternde Bericht zur Vorlage nicht näher.
- <sup>98</sup> Vgl. auch Rz 92 ff. FINMA-RS 08/40 „Lebensversicherung“. Vorgaben an Beispielrechnungen zu anteilgebundenen Lebensversicherungen sind in Rz 54 ff. des Rundschreibens stipuliert.
- <sup>99</sup> Die Erfüllung dieser Pflicht stellt mit Blick auf die eigenen Interessen der Derivathäuser eine echte Herausforderung dar. Denn wer eigene Produkte vertreibt, steht – wie ein Verkäufer – so gut wie stets in einem Interessenkonflikt gegenüber seinen Kunden und wird es nicht leicht haben, jenen gänzlich auszuschliessen. Anders gestaltet sich die Lage dagegen bei (möglichen) Interessenkonflikten im Verhältnis Kunde-Kunde.
- <sup>100</sup> Indes werden gerade Derivathäuser grundsätzlich nicht von Kunden beauftragt, sondern agieren als Anbieter von Derivaten auf dem Primärmarkt eher verkaufstypisch.
- <sup>101</sup> Vgl. Wyss 2000 S. 142 ff.
- <sup>102</sup> Wie bei Fn. 99 stellt auch die Erfüllung dieser Pflicht die betroffenen Anbieter von Kollektivanlagen vor gewisse Schwierigkeiten.
- <sup>103</sup> [www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-vermoegensverwaltung.aspx](http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-vermoegensverwaltung.aspx).
- <sup>104</sup> [www.sfa.ch/self-regulation/distribution](http://www.sfa.ch/self-regulation/distribution).
- <sup>105</sup> Fn. 102.
- <sup>106</sup> [www.sfa.ch/self-regulation/codes-of-conduct](http://www.sfa.ch/self-regulation/codes-of-conduct).
- <sup>107</sup> Vgl. auch die „Richtlinien zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen“ der SFA (abrufbar unter [www.sfa.ch/self-regulation/transparency](http://www.sfa.ch/self-regulation/transparency)).
- <sup>108</sup> [www.vermittleraufsicht.ch](http://www.vermittleraufsicht.ch).
- <sup>109</sup> Die Versicherungssumme für alle Schadenfälle eines Jahres muss mindestens CHF 2 Mio. betragen.
- <sup>110</sup> Änderungen bei den vorgeschriebenen Informationen sind beim nächsten Kundenkontakt ebenfalls ungefragt mitzuteilen.
- <sup>111</sup> Beispiele für Missbräuche finden sich in Art. 117 AVO.
- <sup>112</sup> Vgl. EBK-Jahresbericht 2001 S. 98 f. (abrufbar unter [www.finma.ch](http://www.finma.ch) > Archiv), Art. 1 Abs. 2 ABV-FINMA sowie EBK-Bulletin 32 S. 12 und 14 f.
- <sup>113</sup> Die alte Auslandsbankenverordnung von 1984 verpflichtete ausländische Banken, die sich öffentlich zur Annahme fremder Gelder bei einer Zahlstelle für die Schweiz empfohlen, zum einen eine Bewilligung einzuholen sowie zum anderen dafür besorgt zu sein, dass „die Werbung den Kunden klar erkennen lässt, dass er sein Geld bei einer im Ausland domizilierten Bank einlegt und diese nicht der schweizerischen Bankenaufsicht untersteht“ (EBK-Bulletin 13 S. 11 f.).
- <sup>114</sup> Art. 38 Abs. 2 BEHV sowie Rz 57 und 58 FINMA-RS 08/5 „Effekthändler“.
- <sup>115</sup> Vgl. Wyss 2000 S. 122 f.



- <sup>116</sup> Art. 120 und 19 i.V.m. Art. 3 KAG sowie Rz 6 ff. und 24 ff. FINMA-RS 08/8 „Öffentliche Werbung kollektive Kapitalanlagen“.
- <sup>117</sup> Gewisse Ausnahmen gibt es einzig in Bezug auf im Ausland gelegene Risiken und andere Ausnahmetatbestände, die für Privatkunden indessen kaum von Relevanz sind.
- <sup>118</sup> Art. 2 Abs. 1 Bst. b VAG i.V.m. Art. 1 Abs. 1 Bst. a AVO. Einzelne Ausnahmen finden sich in Art. 1 Abs. 2 AVO.
- <sup>119</sup> Insbesondere für seriöse Vertriebsmodalitäten und Informationsvermittlung.
- <sup>120</sup> Kleinere, „unabhängige“ Fondsleitungen dürften hier an Grenzen stossen, wenn sie etwa eine Universalbank zum Fondsvertrieb beauftragen und diese in der Folge überwachen sollen.
- <sup>121</sup> Nicht erfasst werden Vermittler von Effekten, welche Effekten nicht einmal kommissionsweise übernehmen, sondern etwa via Telefon einzig entsprechende Geschäfte vermitteln.
- <sup>122</sup> Wie weit dabei Treue- und Sorgfaltspflicht Geltung beanspruchen, ist – wie bei den Derivathäusern – fraglich (vgl. Fn. 99 f.).
- <sup>123</sup> Rz 22 FINMA-RS 08/8 „Öffentliche Werbung kollektive Kapitalanlagen“.
- <sup>124</sup> Als ausreichende finanzielle Garantie wird eine Berufshaftpflichtversicherung oder hinterlegte Kautions über mindestens CHF 250'000 verlangt. Ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in oder von der Schweiz aus öffentlich vertrieben werden, bedürfen bezüglich deren massgebender Dokumente wie Verkaufsprospekt, Statuten und Fondsvertrag der Genehmigung der FINMA (dies deshalb, da die ausländischen kollektiven Kapitalanlagen im Gegensatz zu den schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen ja nicht per se der Bewilligungspflicht der FINMA unterstellt sind; die Anforderungen an die Genehmigungspflicht sind dabei hoch, als hinsichtlich Organisation, Anlegerechten und Anlagepolitik Gleichwertigkeit mit schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen verlangt wird, was insbesondere bei „Non-UCITS“ in der Praxis anspruchsvoll zu erfüllen ist).
- <sup>125</sup> Art. 3 Abs. 1 und 30 Abs. 1 Bst. b KKV.
- <sup>126</sup> Fn. 120. Vertriebssträger gelten gemäss Art. 3 FINMAG ebenfalls als „Beaufsichtigte“.
- <sup>127</sup> Beim Vertrieb fondsgebundener Lebensversicherungen stellen sich heikle Abgrenzungsfragen: siehe etwa Art. 8 Abs. 4 KKV, Rz 11 SFA-Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen, Rz 56 FINMA-RS 08/39 „Anteilgebundene Lebensversicherung“ und EBK-Bulletin 50 S. 115 ff.
- <sup>128</sup> Fn. 54.
- <sup>129</sup> GwG-rechtlich erfasst werden z.B. Emissionshäuser (als Effektenhändler), nicht jedoch Vertriebssträger kollektiver Kapitalanlagen und Versicherungsvermittler.
- <sup>130</sup> Vgl. etwa [www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-versicherungsvermittler.aspx](http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-versicherungsvermittler.aspx) sowie Rz 59 und 60 FINMA-RS 08/5 „Effektenhändler“.
- <sup>131</sup> Die Konto- und Depotführung, d.h. die Entgegennahme von Geldern, die Aufbewahrung von Effekten usw., ist bewilligten Banken und Effektenhändlern vorbehalten (Art. 1 Abs. 2 BankG; Rz 50 und 52 FINMA-RS 08/5 „Effektenhändler“).
- <sup>132</sup> Ab und zu erteilen Kunden ihrem Vermögensverwalter trotz seines Mandates und seiner Vollmacht selbst Aufträge zu Transaktionen. Solche Direktaufträge können den Vermögensverwalter in einen Konflikt bringen, insbesondere wenn er die betreffende Transaktion aus seiner Sicht nicht vornehmen würde. Idealerweise wird einem solchen Konflikt vorgebeugt, indem für Anlagen, welche ein Kunde selbst tätigen will, auf einem separaten Konto entsprechende Vermögenswerte platziert und die Anlagen anschliessend in ein separates Depot gebucht werden, für welches kein Vermögensverwaltungsmandat erteilt wird.
- <sup>133</sup> BGE 115 II 62 ff. und 124 III 155 ff.
- <sup>134</sup> Vgl. hierzu das Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 26. Juni 2007, in: Blätter für Zürcherische Rechtsprechung 2008 Nr. 35.
- <sup>135</sup> BGE 132 III 460 ff.
- <sup>136</sup> Das Bezirksgericht Zürich hat in einem noch nicht rechtskräftigen Urteil vom 26. August 2009 die Ablieferungspflicht einer Vermögen verwaltenden Bank verneint, die gestützt auf Vertriebsverträge von dritter Seite bestandesabhängige „Vertriebsentschädigungen“ betreffend Anlagefonds und

- Strukturierte Produkte erhalten hatte. Interessenkonflikte seien nicht über die auftragsrechtliche Ablieferungspflicht zu lösen, die das Verhältnis zwischen Vertreiber und Fondsleitung (bzw. Emittent) ignorieren müsste, sondern aufsichtsrechtlich. Unerheblich sei zivilrechtlich auch, ob sich die Bank bei der Vermögensverwaltung auf eigene Produkte konzentriert habe oder nicht.
- <sup>137</sup> Fn. 103.
- <sup>138</sup> [www.swissbanking.ch/20100504-3200-all-rl\\_vermoegensverwaltungsauftrage\\_web-cwe.pdf](http://www.swissbanking.ch/20100504-3200-all-rl_vermoegensverwaltungsauftrage_web-cwe.pdf).
- <sup>139</sup> Rz 14 FINMA-RS 08/10 „Selbstregulierung als Mindeststandard“. Vergleichbare Selbstregulierungen werden in Fn. 141 aufgelistet. Die SFA beabsichtigt ebenfalls, eine Selbstregulierung zur individuellen Vermögensverwaltung zu erlassen.
- <sup>140</sup> Das Wort "unabhängig" bedeutet, dass diese Vermögensverwalter nicht Teil einer Bank oder eines Effektenhändlers, sondern von jenen unabhängig sind.
- <sup>141</sup> Bis anhin sind folgende Verhaltensregeln anerkannt:
- „Code de déontologie relatif à l'exercice de la profession de gérant de fortune indépendant“ der Association Romande des Intermédiaires Financiers (ARIF);
  - „Norme di comportamento nell'ambito della gestione patrimoniale (NCGP)“ des Organismo di Autodisciplina dei Fiduciari del Cantone Ticino (OAD FCT);
  - „Règlement relatif aux règles-cadres pour la gestion de fortune“ des OAR-G Organisme d'autorégulation fondé par le GSCGI et GPCGFG;
  - „Règles d'Ethique Professionnelle“ der Schweizerischen Vereinigung Unabhängiger Finanzberater (SVUF);
  - „Schweizerische Standesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung“ des Verbands Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV);
  - „Standesregeln“ des PolyReg Allg. Selbstregulierungs-Verein;
  - „Verhaltensregeln in Sachen Ausübung der Vermögensverwaltung“ des VQF Verein zur Qualitätssicherung von Finanzdienstleistungen.
- <sup>142</sup> Bei prudentiell Beaufsichtigten erfolgt die Prüfung durch eine von der FINMA anerkannte Prüfungsgesellschaft.
- <sup>143</sup> Siehe die Legge sull'esercizio delle professioni di fiduciario vom 18. Juni 1984.
- <sup>144</sup> [www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2009-01.pdf](http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2009-01.pdf).
- <sup>145</sup> Dazu sind vorgängig mit dem Kunden als Auftraggeber seine persönlichen Verhältnisse zu erörtern und es ist ausgehend von der Risikobereitschaft und der Risikofähigkeit ein Risikoprofil zu erstellen. Die Anlageziele leiten sich dann aus dem Risikoprofil ab. Der Vermögensverwaltungsvertrag kann weitere Elemente beinhalten, wie etwa die Gegenparteien auf Grund des Zivilrechts oder durch die Branchenorganisationen geforderte Elemente (z.B. betreffend „Unabhängigkeit“).
- <sup>146</sup> EBK-Jahresbericht 2007 S. 87.
- <sup>147</sup> Abgegeben wird in der Praxis meist auch die Informationsbroschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel“ der SBVg ([www.swissbanking.org/11308\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/11308_d.pdf)).
- <sup>148</sup> Urteil 4A\_521/2008 vom 26. Februar 2009: „Die Zuständigkeit des Kunden für den Anlageentscheid unterscheidet die Anlageberatung von der Vermögensverwaltung, bei der die Bank die auszuführenden Transaktionen im Rahmen der Sorgfalts- und Treuepflicht sowie der vereinbarten Anlagestrategie selbst bestimmt.“
- <sup>149</sup> Zur Versicherungsmakelei im besonderen BGE 124 III 481 ff.
- <sup>150</sup> BGE 124 III 155 ff.: Es genügt nicht, das „[...] Verlustrisiko bloss zu erwähnen und dazu formell die Einwilligung des Anlegers einzuholen, wenn ihm gleichzeitig unrealistische Gewinnaussichten vorgespiegelt werden.“
- <sup>151</sup> BGE 124 III 155 ff.; Urteil 4C.68/2007 vom 13. Juni 2008: „Dabei obliegt dem Beauftragten namentlich auch, sich durch Befragung einlässlich über den Wissensstand und die Risikobereitschaft des Kunden zu informieren [...]. Die Anforderungen an seine Aufklärungspflicht sind höher, wenn der

- Auftraggeber nicht nur mit seinem Vermögen, sondern auch mit von der Bank gewährten Krediten spekuliert.“
- <sup>152</sup> Vgl. BGE 133 III 97 ff.
- <sup>153</sup> Dazu ausführlicher und mit weiteren Hinweisen Abegglen 2009 S. 64 ff.
- <sup>154</sup> [www.swissbanking.org/12108.pdf](http://www.swissbanking.org/12108.pdf).
- <sup>155</sup> Fn. 103.
- <sup>156</sup> [www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-versicherungsvermittler.aspx](http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-versicherungsvermittler.aspx).
- <sup>157</sup> [www.vermittleraufsicht.ch](http://www.vermittleraufsicht.ch).
- <sup>158</sup> Die Versicherungssumme für alle Schadenfälle eines Jahres muss mindestens CHF 2 Mio. betragen.
- <sup>159</sup> Fn. 131.
- <sup>160</sup> Auftragsrecht scheidet dagegen aus, wenn statt eines Auftrags ein kaufvertragliches Eigengeschäft vorliegt.
- <sup>161</sup> Insbesondere im Recht der Kommission.
- <sup>162</sup> Dieser Konstellation haftet etwas Zirkuläres an, indem offen bleibt, woraus sich denn die Pflicht zur Aufmerksamkeit ableiten lässt, die in der Folge zu Aufklärungs- und Abmahnungspflichten führen kann. Fraglich ist auch, wie diese Praxis auf sog. Online-Broker anzuwenden wäre.
- <sup>163</sup> BGE 119 II 333 ff. und 133 III 97 ff.
- <sup>164</sup> [www.swissbanking.org/11308\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/11308_d.pdf).
- <sup>165</sup> Nicht als Kunden gelten in- und ausländische Banken und Effektenhändler oder andere staatlich beaufsichtigte Unternehmen, mit dem Effektenhändler verbundene Personen sowie institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie; soweit ein Effektenhändler nur solche Kunden hat, könnte er den Kundenhandel ohne Effektenhändlerbewilligung betreiben. Solche Konstellationen sind in der Praxis allerdings äusserst selten, zumal auch die genannten qualifizierten Kundenkategorien wie die Gegenparteien grundsätzlich darauf bestehen, dass Kundenhändler (Broker) einer prudenziellen Überwachung unterliegen.
- <sup>166</sup> [www.swissbanking.org/801908\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/801908_d.pdf).
- <sup>167</sup> Grundsätzlich darf ein Effektenhändler dabei davon ausgehen, dass jeder Kunde die Risiken kennt, die üblicherweise mit dem Kauf, Verkauf und Halten von Effekten verbunden sind. Dazu gehören insbesondere die Bonitäts- und Kursrisiken von Aktien, Obligationen und Anlagefondsanteilen. Anders verhält es sich bei Geschäften mit erhöhtem Risiko wie z.B. Termingeschäften.
- <sup>168</sup> Fn. 164.
- <sup>169</sup> Jedoch zeigen sich in der zivilrechtlichen Judikatur Ansätze zu einer „Appropriateness“-Prüfung.
- <sup>170</sup> BGE 133 III 97 ff.
- <sup>171</sup> Urteil des Bezirksgerichts Zürich vom 13. Juli 2006, in: Blätter für Zürcherische Rechtsprechung 2007 Nr. 57.
- <sup>172</sup> Art. 12 der „Verhaltensregeln für Effektenhändler“ der SBVg. Kursschnitte sind Gewinne des Effektenhändlers, die er ohne Marktrisiko auf Kosten der Kunden realisiert; der Effektenhändler stellt in vorwerfbarer Weise andere als die effektiv erzielten Kurse in Rechnung. Vgl. auch EBK-Bulletin 47 S. 157 ff.
- <sup>173</sup> EBK-Bulletin 51 S. 32 ff.
- <sup>174</sup> EBK-Bulletin 40 S. 94 ff.
- <sup>175</sup> EBK-Bulletin 14 S. 8 f.
- <sup>176</sup> Vgl. das FINMA-RS 10/2 „Repo/SLB“ und das Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 (Bucheffektengesetz, BEG; SR 957.1). In den letzten Jahren hat sich das Geschäft mit der Wertpapierleihe deutlich ausgeweitet und stellt für Finanzdienstleister sowohl eine zusätzliche Einnahmequelle als Vermittler wie auch Angebotsquelle zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen (z.B. zur Deckung von Short-Positionen) dar.

- <sup>177</sup> Art. 3 der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist.
- <sup>178</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.
- <sup>179</sup> Art. 68 der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) sowie Anhang III der Richtlinie 2002/83/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 5. November 2002 über Lebensversicherungen.
- <sup>180</sup> Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die wesentlichen Informationen für den Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die wesentlichen Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier oder auf einer Website zur Verfügung gestellt werden. „Key Investor Information Documents KIIIs“ sind auch im Rahmen des CESR geplant ([www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6991](http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6991)).
- <sup>181</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/investment\\_products/20091215\\_prips\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/20091215_prips_en.pdf).  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/investment\\_products/29042009\\_communication\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/29042009_communication_de.pdf). Für Versicherungen vgl. auch das Produktinformationsblatt gemäss § 4 der deutschen Verordnung über Informationspflichten bei Versicherungsverträgen sowie die Bestrebungen in Deutschland, ein Produkteinformationsblatt für sämtliche Finanzinstrumente einzuführen, die an Kleinkunden vertrieben werden.
- <sup>182</sup> Nicht unter den Geltungsbereich der MiFID subsumiert werden grundsätzlich der Direktvertrieb von Anteilen an Anlagefonds durch einen Fondsmanager sowie Versicherungsunternehmen und der Vertrieb deren Produkte.
- <sup>183</sup> Als Wertpapierfirmen qualifizieren dabei u.a. Vertreiber, Vermittler, Anlageberater und Vermögensverwalter.
- <sup>184</sup> Art. 5 ff. MiFID. Für zugelassene Kreditinstitute sind die Zulassungsbestimmungen der MiFID nicht anwendbar.
- <sup>185</sup> Art. 13 MiFID.
- <sup>186</sup> Art. 22 (1) der MiFID-Durchführungsrichtlinie verpflichtet die Wertpapierfirmen zur Formulierung und Umsetzung von Grundsätzen für den Umgang mit Interessenkonflikten (Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie).
- <sup>187</sup> Art. 18 und 19 MiFID. Der Kunde ist dabei über die Wertpapierfirma als solche und ihre Dienstleistungen wie auch über die angebotenen Produkte und Kosten der Dienstleistungen aufzuklären.
- <sup>188</sup> Als professionelle Kunden gelten gemäss Anhang II der MiFID u.a.:
- Rechtspersonlichkeiten, die zugelassen sein oder unter Aufsicht stehen müssen, um auf den Finanzmärkten tätig werden zu können;
  - Grosse Unternehmen;
  - Nationale und regionale Regierungen;
  - Andere institutionelle Anleger, deren Haupttätigkeit in der Anlage in Finanzinstrumenten besteht;
  - Kunden, die eine Qualifikation als professionelle Anleger beantragen und mindestens zwei der folgenden Voraussetzungen erfüllen:

- Sie haben an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang getätigt;
- Ihr Finanzinstrument-Portfolio, das definitionsgemäss Bardepots und Finanzinstrumente umfasst, übersteigt EUR 500'000;
- Sie sind oder waren mindestens ein Jahr lang in einer beruflichen Position im Finanzsektor tätig, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.

Die Qualifikation als professioneller Kunde erfolgt jedoch nicht bereits nach gestelltem schriftlichem Antrag; vielmehr muss die Wertpapierfirma beurteilen, ob der Kunde effektiv die Voraussetzungen erfüllt, um als professioneller Kunde behandelt zu werden. Art. 24 der MiFID führt zudem „geeignete Gegenparteien“ als weitere Kundenkategorie ein. Für diese Kunden müssen u.a. die Wohlverhaltensregeln von Art. 19 der Richtlinie nicht berücksichtigt werden.

<sup>189</sup> Art. 19 (5) MiFID.

<sup>190</sup> Art. 52 der MiFID-Durchführungsrichtlinie (Fn. 186).

<sup>191</sup> Art. 4 (1) Ziff. 9 MiFID.

<sup>192</sup> Art. 19 (4) MiFID. In Art. 35 (1) der MiFID-Durchführungsrichtlinie (Fn. 186) ist diesbezüglich eine Besonderheit festgehalten: Gemäss Bst. c darf Vermögensverwaltung nur derart betrieben werden, „dass der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die mit [...] der Verwaltung seines Portfolios einhergehenden Risiken verstehen kann“. Dies wirft die Frage auf, ob deswegen keinerlei Produkte eingesetzt werden dürfen, die der Kunde nicht versteht, aber der Vermögensverwalter schon, und die für den Kunden „suitable“ wären.

<sup>193</sup> Art. 35 (5) der MiFID-Durchführungsrichtlinie (Fn. 186).

<sup>194</sup> Art. 21 und 25 MiFID. Die Aufbewahrungspflicht muss mindestens fünf Jahre betragen.

<sup>195</sup> Fn. 186. Bei der zweiten Konstellation muss zudem sichergestellt sein, dass das Handeln im besten Interesse des Kunden nicht gefährdet ist.

<sup>196</sup> Beispiele: Verwahrungsgebühren, Abwicklungs- und Handelsplatzgebühren, Verwaltungsabgaben oder gesetzliche Gebühren. Anreize sind dem Kunden betragsmässig offen zu legen. Falls dies nicht möglich ist, muss die Berechnungsmethode vorgängig verständlich erklärt werden.

<sup>197</sup> Richtlinie 2002/65/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 23. September 2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher und zur Änderung der Richtlinie 90/619/EWG des Rates und der Richtlinien 97/7/EG und 98/27/EG.

<sup>198</sup> Richtlinie 2002/92/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9. Dezember 2002 über Versicherungsvermittlung.

<sup>199</sup> Vgl. Policy Statement 10/6 der Financial Services Authority betreffend „Distribution of retail investments: Delivering the RDR – feedback to CP09/18 and final rules“, Appendix 1, COBS, 6.2.A.

<sup>200</sup> Policy Statetement 10/6 der Financial Services Authority, S. 35.

<sup>201</sup> Policy Statetement 10/6 der Financial Services Authority, S. 22 f.

<sup>202</sup> § 34 (2a) des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes.

<sup>203</sup> [www.bafin.de/cln\\_161/nn\\_722758/SharedDocs/Mitteilungen/DE/Service/PM\\_2010/pm\\_100504\\_\\_beratungsprotokoll\\_\\_ergebnisse.html](http://www.bafin.de/cln_161/nn_722758/SharedDocs/Mitteilungen/DE/Service/PM_2010/pm_100504__beratungsprotokoll__ergebnisse.html).

<sup>204</sup> Beispiel: [www.test.de/themen/geldanlage-banken/test/Banken-im-Test-Die-Blamage-geht-weiter-4113924-4114313/](http://www.test.de/themen/geldanlage-banken/test/Banken-im-Test-Die-Blamage-geht-weiter-4113924-4114313/).

<sup>205</sup> [www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_82/DE/BMF\\_\\_Startseite/Aktuelles/Aktuelle\\_\\_Gesetze/Gesetzentwuerfe\\_\\_Arbeitsfassungen/20100921-Anlegerschutz\\_\\_anl,templateId=raw,property=publicationFile.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_82/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/Aktuelle__Gesetze/Gesetzentwuerfe__Arbeitsfassungen/20100921-Anlegerschutz__anl,templateId=raw,property=publicationFile.pdf).