

u^b

Institut für Bankrecht

**^b
UNIVERSITÄT
BERN**



**Anlegerschutz bei der Vermögens-
verwaltung und der Anlageberatung**

Prof. Dr. Susan Emmenegger



Die Schweiz droht zum Kundenschutz-Entwicklungsland zu werden

Patrick Raaflaub, FINMA
Pressekonferenz vom 24.2.2012

- **Vermögensverwaltung (VV)**

Selbständige Betreuung von Anlagen durch die Vermögensverwalterin gestützt auf eine vorgängig vereinbarte Anlagestrategie

- **Anlageberatung (AB)**

Anlageentscheidung durch die Kundin gestützt auf die Beratung der Anlageberaterin

- **... und der Dritte im Bunde: Execution Only (EO)**

Initiative und Anlageentscheidung gehen allein von der Kundin aus

- Wer ist Anleger/Anlegerin?
 - Im VV und AB-Geschäft: Die Kundinnen und Kunden
 - Institutionelle und private Anleger; qualifizierte und andere Anleger

- Warum muss man ihn/sie schützen?
 - Funktionsschutz
 - sozialpolitische Grundwerte

- Wovor muss man ihn/sie schützen?
 - Finanzieller Zusammenbruch des Finanzdienstleisters (Solidität)
 - Unlauteres Geschäftsgebaren des Finanzdienstleisters (Marktverhalten)
 - Schutz der Anlegerin vor sich selbst (Konsumentenschutz)

- Mit welchen Mitteln kann man schützen?
 - Strafrecht
 - Aufsichtsrecht
 - Privatrecht

- Mit welchen (Regulierungs-)Inhalten kann man schützen?
 - Soliditätsregeln
 - **Eintrittschränken (1)**
 - **Produktregeln (2)**
 - **Verhaltens- und Organisationsregeln (3)**

- Welche Sanktionen will man vorsehen?
 - Repression
 - Anreizsysteme
 - Haftung



Anlegerschutzdefizite gemäss Vertriebsbericht FINMA

- Eintrittsschranken (Bewilligung und laufende Überwachung)
 - Gewisse Finanzdienstleister unterstehen nur einer sehr punktuellen oder gar keiner Aufsicht (externe Vermögensverwalter, externe Anlageberater, Trustees)
- Produkte
 - Uneinheitliche und unvollständige Prospektpflichten
 - Uneinheitliche und unvollständige Regulierung der Verkaufsdokumentation
- Marktverhalten
 - Unzureichende Informationen über den Finanzdienstleister (u.a. Bewilligungsstatus, Tätigkeitsfeld, Anreizstrukturen)

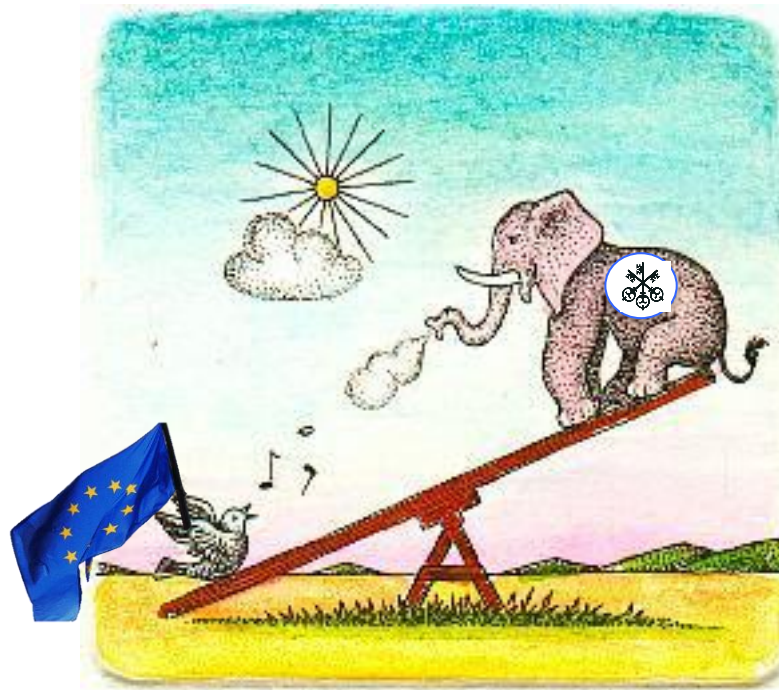
- ... Marktverhalten
 - Unzureichende Information über Produkteigenschaften, -risiken und -kosten
 - Unzureichende Wahrung der Kundeninteressen (Angemessenheit, Eignung)
 - Unzureichende Dokumentation der erbrachten Dienstleistung

- Qualitätssicherung
 - Keine Eintrittsprüfung für Kundenberater
 - Keine Weiterbildungspflicht

- Grenzüberschreitende Tätigkeit *in* die Schweiz
 - Keine durchgehende Prüfung der äquivalenten Beaufsichtigung im Ausland

- Schwierige Rechtsdurchsetzung der Privatanleger
 - Hohe Kosten
 - Fehlende Dokumentation der Gespräche etc.
 - Kausalitätsprobleme (insb. bei der Prospekthaftung)

Behebung der Schutzlücken: Neues Finanzdienstleistungsgesetz (Fidleg)





Eintrittsschranken (Bewilligung & laufende Überwachung)

- Kernpunkt:
 - Regulierung der externen Vermögensverwalter
- Einordnung:
 - Vermögensverwaltung:
 - Banken als wichtigste Anbieterinnen: Bewilligungspflicht
 - Externe Vermögensverwalter: **Keine Bewilligungspflicht**
 - Anlageberatung
 - Banken als wichtigste Anbieterinnen: Bewilligungspflicht
 - Externe Anlageberater: **Keine Bewilligungspflicht**
 - Execution Only
 - Banken und Effekthändler als einzige Anbieter: Bewilligungspflicht

- Marktanteil:
 - 10% (rund 550 Mrd. CHF)
- Risiken
 - Hauptrisiko: Substanzverlust (ASE 2012: 100 Mio. CHF)
- Regulierungsdiskurs
 - Bericht Nobel (1991) Bericht Zufferey (2000); Bericht Zimmerli (2005); Stellungnahme Bundesrat (2005); Diskussionspapier Finma (2010); Anhörungsbericht Finma (2012); Positionspapier Finma (2012); Fidleg (2013)
- Regulatorisches Umfeld
 - Revision BVG // Revision KAG
 - MiFID
- Regulierungsbedarf: Unbestritten (Anlegerschutz/Wettbewerbsgründe)

- Marktanteil:
 - Keine Zahlen
- Risiken
 - Hauptrisiko: Substanzverlust (vermindert durch die Anlageentscheidung der Kundin)
- Regulierungsdiskurs
 - Nicht im Regulierungsfokus bez. Eintrittsschranken
- Regulatorisches Umfeld
 - MiFID
- Regulierung: Keine Stimmen für eine Regulierung mittels Eintrittsschranke. Hingegen: Unterstellung unter die Verhaltenspflichten.



Regulatorische Unterscheidung zwischen Vermögensverwaltung und Anlageberatung

- Im Einzelfall schwierige Abgrenzung zwischen Vermögensverwaltung und Anlageberatung
 - Regulierungs-Evasion durch Abwanderung der unabhängigen Vermögensverwalter in die Anlageberatung?
 - Grossteil der Verhaltensregeln auf Anlageberatung zugeschnitten
 - Zusammenspiel Bank-Anlageberatungskunde: Anlageberatung behandelt wie Execution Only-Geschäft (mit entsprechenden Beschränkungen)?
- ➔ Regulatorische Unterscheidung gerechtfertigt?



Produktregulierung

- Das Ziel:
 - Anlegerschutz durch *angemessene* Information

- Die Inhalte:
 - Sektorübergreifende Prospektvorschriften:
 - Prospekte von Finanzprodukten sollen nach einem normierten Schema erstellt und auf ihre formelle Richtigkeit geprüft werden.

 - Kundensegmentierung:
 - Bei der Pflicht zur Prospekterstellung und bei der Regulierung der Inhalte kann man bei professionellen Anlegerinnen Erleichterungen vorsehen. Für Privatanlegerinnens sind Dokumente mit den wesentlichen Informationen bereitzustellen (KID)



Der Umgang mit Finanzinformationen

Erkenntnisse Studie mit 6000 Retail-Kunden in 8 EU-Staaten (2010)

- 80% der Anlageentscheide werden in Anwesenheit des Anlageberaters getroffen.
- 67% der Anleger vergleichen nicht zwischen den Angeboten verschiedener Anbieter oder erwägen mehr als ein Produkt eines Anbieters.
- Die Offenlegung von Interessenkonflikten wird bei der Mehrheit der Anleger nicht zur Kenntnis genommen oder nicht verstanden.
- 40% der Anleger glauben, dass ihr anfängliches Investment in Wert-schriften in jedem Fall geschützt ist.

 Information garantiert keine informierte Entscheidung



Angemessene Information für Privatkunden

- Wesentliche Informationen für die Anlegerinnen und Anleger (KID) seit 2011 in KKV eingeführt, in KAG-Revision auf Gesetzesstufe verankert. Vorbild: UCITS IV.
- Fidleg: KID für zusammengesetzte/komplexe Finanzprodukte (insb. strukturierte Produkte, anteilsgebundene Lebensversicherungen), nach dem Vorbild des KID gemäss KAG.
- EU: PRIIP-KID (packaged retail investment products), langfristig für alle Produkte als Ersatz für das KID



My desire to be well-informed is currently at odds with my desire to remain sane.



PRIP-KID (Entwurf)

- Name Anlageprodukt/ Identität Anlageproduktanbieter
- Um welche Art der Anlage handelt es sich?
- Könnte ich Geld verlieren?
- Wozu ist es gedacht?
- Welche Risiken bestehen und was könnte ich zurückbekommen?
- Welche Kosten entstehen?
- Wie hat sich das Produkt bisher entwickelt?
- Für Altersvorsorgeprodukte: Was könnte ich bekommen, wenn ich in den Ruhestand gehe?

KID gemäss UCITS (und KAG)

- Identität des UCITS
- Ziele und Anlagepolitik
- Risiko und Ertragsprofil
- Kosten
- Frühere Wertentwicklung
- Praktische Informationen und Querverweise



Regulierung im Turbo-Drive:
Wie lange überlebt das
Swiss KID?



Verhaltens- und Organisationspflichten

- Das Ziel:
 - Anlegerschutz durch Information, Prüfung (Angemessenheit und Eignung), Dokumentation, Organisation, Weiterbildung

- Die Inhalte:
 - Sektorübergreifende Verhaltens- und Organisationsregeln
 - Gleiche Anforderungen an das Verhalten von Finanzdienstleistern gegenüber Kundinnen und Kunden, *unabhängig vom Aufsichtsstatus*

 - Kundensegmentierung:
 - Unterschiedliche Anforderung an das Verhalten von Finanzdienstleistern bei professionellen Kundinnen und Kunden, im Gegensatz zu Privatkundinnen und -kunden.



Überprüfung und Durchsetzung der Verhaltenspflichten

- Rahmen: Soll für alle Finanzdienstleister gelten, d.h. auch für nicht bewilligungspflichtige/nicht laufend überwachte FD ("übrige FD")
- Szenario 1:
 - Finma zuständig für alle Finanzdienstleister
 - Problem: Regulierungsverantwortung ohne präventive Regulierungskompetenz
 - Reputationsrisiken für die Finma. Tiefe Schwelle für Untersuchungen, weil vorgängige Informationen fehlen.
- Szenario 2
 - Finma zuständig für umfassend beaufsichtigte Finanzdienstleister
 - Zivilgerichte zuständig für übrige Finanzdienstleister
 - Schutzlücken: Auch bei schweren Verstößen keine Zuständigkeit der Finma
 - Am Ende doch: Reputationsrisiko für die Finma



■ Szenario 3:

- Finma zuständig für umfassend beaufsichtigte Finanzdienstleister
- Zivilgerichte zuständig für übrige Finanzdienstleister
- Punktuelle Zuständigkeit der Finma bei übrigen Finanzdienstleistern, z.B. Sanktionsmöglichkeiten bei schweren Verstößen
- Schutzlücken: Keine präventiv wirkende Aufsichtskontrolle. Welches sind schwere Verstöße? Wer stellt sie fest?



Auseinanderfallen von Verhaltenspflichten und Aufsichtskreis beeinträchtigt einen wirkungsvollen Anlegerschutz. Ausweitung des Aufsichtskreises als bessere Lösung?



Verhaltenspflichten als (gesetzlich fixierte) Doppelnormen?

- Notwendige Folge, falls ausschliessliche Zuständigkeit der Zivilgerichte für "übrige Finanzdienstleister"
- Auch sonst Stossrichtung der FINMA-Berichte (Stärkung der Position der Anlegerinnen und Anleger im Zivilverfahren)
- Funktionsweise von Doppelnormen:
 - Vermutung der materiellen Gleichgestaltung: Theorie und Praxis sind für die jeweilige andere Teilrechtsordnung vermutungsweise beachtlich (Vermutung der Regelungsadäquanz).
 - Vermutung kann widerlegt werden, wenn Auslegung eine abweichende Lösung im Aufsichtsrecht oder im Privatrecht erfordert (Vorbehalt der teilrechtseigenen Systemkompatibilität)



Pro & Con:

- Stärkung des Anlegerschutzes durch kohärenten Pflichtenkatalog
- Instrumentalisierung der FINMA:
 - Vorgelagerte Instanz für den Zivilprozess (Factfinding und Auslegung)
 - FINMA als (kostengünstiger) Ersatz für Zivilgericht
 - Verwaltungsverfahren als Alternative zum Zivilverfahren für Anlegerklagen
- Gewicht der FINMA in der Konkretisierung des Sonderprivatrechts "Verhaltenspflichten"
 - Aufsichtsrechtliche Verfahren
 - Weitere Konkretisierungen (Rundschreiben, Mitteilungen, etc.): Sind für das Bundesgericht vermutungsweise beachtlich



- Gewicht der Interessengruppen in einem zentralen Anleger-schutzbereich
 - Konkretisierung durch Selbstregulierung: Wenn als aufsichtrechtlicher Mindeststandard definiert: Für das Bundesgericht beachtlich, aber keine Vermutung der Regelungsadäquanz (Mindeststandard ist nicht "best practice")

- Gewicht der Zivilgerichte bei der Entwicklung allgemeiner Aufsichtsstandards
 - Konkretisierung durch Gerichte für FINMA vermutlich beachtlich
 - Allerdings: Zufälligkeit der zum Entscheid vorgelegten Fälle
 - Risiko einer häufigen Begründungslast für eigenständige, im Privatrecht verankerte Lösungen
 - Risiko eines "race to the bottom": Aufsichtsrecht wird Trendsetter, obwohl von seiner Rolle her Mindeststandard-Setter



Alternativen

- Verhaltenspflichten ausschliesslich aufsichtsrechtliche Standards
- Gegenseitige Beachtung aufgrund der inhaltlichen Überschneidungen, aber:
 - Weniger starke Vermutung des inhaltlichen Gleichlaufs → Grösserer Handlungsspielraum für Aufsichtsbehörde und Zivilgerichte
 - Aufsichtsrecht bleibt in seiner Rolle als "penultima ratio"

➔ Sind Doppelnormen der Weisheit letzter Schluss?



Beispiel: Kostentransparenz als paralleler Regelungsbereich

- Rechenschaftspflicht (Art. 400 Abs. 1 OR)
 - Gilt für alle Anbieter im Auftragsverhältnis
- Art. 20 KAG
 - Gilt für alle Bewilligungsträger nach KAG
- Finma-RS 2009/1 (Eckwerte)
 - Gilt für Banken und teilweise für eVV
- Selbstregulierungswerke
 - gilt für angeschlossene FD oder für Gesamtbranche (z.B. SBVg-Richtlinie für Vermögensverwaltungsaufträge)



Doppelnormen?

Art. 20 rev. Abs. 1 lit c KAG (Verhaltensregeln)

1 Die Bewilligungsträger und ihre Beauftragten wahren insbesondere die folgenden Pflichten:

a. ... b.

c. Informationspflicht: Sie gewährleisten eine transparente Rechenschafts-ablage und informieren angemessen über die von ihnen verwalteten kollektiven Kapitalanlagen; [neu] sie legen sämtliche den Anlegerinnen direkt oder indirekt belasteten Gebühren und Kosten sowie deren Verwendung offen; über Entschädigungen für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen in Form von Provisionen, Courtagen und anderen geldwerten Vorteilen informieren sie die Anlegerinnen und Anleger vollständig, wahrheitsgetreu und verständlich.

Art. 24 Abs. 2bis E-KKV (Informationspflicht)

Die Informationspflicht hinsichtlich Entschädigungen beim Vertrieb umfasst **Art und Höhe aller Kommissionen und anderen geldwerten Vorteilen**, mit denen die Tätigkeit des Vertriebsträgers entschädigt werden soll.



... Doppelnormen??

Art. 24 Abs. 2bis E-KKV (Informationspflicht)

Die Informationspflicht hinsichtlich Entschädigungen beim Vertrieb umfasst **Art und Höhe aller Kommissionen und anderen geldwerten Vorteilen**, mit denen die Tätigkeit des Vertriebsträgers entschädigt werden soll.

FINMA-RS 2009/1 (Eckwerte Vermögensverwaltung)*

Auf Anfrage von seinen Kunden legt der Vermögensverwalter zudem die Höhe der bereits erhaltenen Leistungen Dritter offen, **soweit sie sich einer einzelnen Kundenbeziehung mit vernünftigem Aufwand eindeutig individuell zuordnen lassen** (wie z.B. Finder's Fees sowie Retrozessionen auf Courtagen oder Depotkommissionen). *zur Zeit in Revision: neue Version ohne den zweiten Teilsatz.

Im Vergleich: Art. 400 OR

Der Beauftragte ist schuldig, auf Verlangen jederzeit über seine Geschäftsführung Rechenschaft abzulegen [...]

Umfang: **Alles, was für den Auftraggeber von Bedeutung ist...**



Transparenz im Hinblick auf den Herausgabeverzicht

- Finma-RS 2009/1: Transaktionsbezogene Information über Drittvergütungen (Bandbreiten nach Produktklassen)

Produktklasse/	Entschädigung in % des durchschnittlichen Anlagevolumens p.a.
Kapitalschutz-Produkte	0 – 0.75%
Partizipations-Produkte	0 – 1.25%
Renditeoptimierungs-Produkte	0 – 1.25%

- BGE 137 III 393: Am verwalteten Vermögen ausgerichtete Information über Drittvergütungen

Rückvergütungen

Die Höhe der Rückvergütungen beträgt voraussichtlich zwischen 2% und 3% des verwalteten Vermögens.



➔ Eine der grossen Herausforderung bei den Verhaltensregeln:

Weite Überschneidungsbereiche zwischen Privatrecht und
Aufsichtsrecht

Notwendigkeit einer Koordinationsdogmatik

Wann ist inhaltliche Parallelität der Rechtsgebiete gefordert, wann
bedarf es der Differenzierung?



u^b

Institut für Bankrecht

b
**UNIVERSITÄT
BERN**



Materialien und Literatur

■ FINMA-Vertriebsberichte:

- Diskussionspapier: Regulierung von Produkten und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen ("FINMA-Vertriebsbericht 2010"), Oktober 2010.
- Anhörungsbericht: Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten an Privatkunden. Bericht über die Anhörung vom 10. November 2010 bis 2. Mai 2011 zu "FINMA-Vertriebsbericht" vom Oktober 2010 ("Anhörungsbericht Vertriebsregeln"), 24. Februar 2012
- Positionspapier: Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten ("FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln"), 24. Februar 2012.

■ EU:

- Europäische Kommission: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte, 3. Juli 2012, COM(2012) 352 final.
- Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat, Anlageprodukte für Kleinanleger, 30. April 2009, KOM(2009) 204 endgültig.
- Europäisches Parlament: 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).

■ EU:

- Richtlinie 2004/39 EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente (MIFID).
- Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (MIFID-DRL).

Literatur:

- Abegglen, Sandro, Die unabhängigen Vermögensverwalter vor grossen Veränderungen – Elemente der KAG-Teilrevision, in: Peter R. Isler/Romeo Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung V, Zürich 2012, S. 67 ff.
- Aramendia, Mirzha de Manuel, Will the PRIIP's KID live up to its promise to protect investors? ECMI Commentary No. 33/July 2012, abrufbar unter <www.ceps.eu>
- Cotting, Max, Unabhängige Vermögensverwalter vor grossen Veränderungen, in: Peter R. Isler/Romeo Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung V, Zürich 2012, S. 101 ff.
- Contratto, Franca, FINMA-Vertriebsbericht 2010: Ein Hoffnungsschimmer am Horizont für die Anleger, Jusletter vom 2. Mai 2011.
- Emmenegger, Susan, Verhaltensregeln am Point of Sale: Anlegerschutz an der Schnittstelle zum Kunden, in: SZW 2011, S. 278 ff.
- Nobel, Peter/Sauerwein, Nina, Die verfahrensrechtlichen Aspekte des FINMA-Vertriebsberichts 2010, in: SZW 2011, S. 283 ff.

- Schleiffer, Patrick/Fischer, Damian, Prospektfreie Platzierungen, in: Thomas U. Reuter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, S. 121 ff.
- Senik, Dimitri/Bandi, Simon/Fries, Yael, Erste Praxiserfahrungen mit den KIID-Richtlinien. Die Tücken einer Vereinfachung, in: ST 2012, S. 551 ff.
- Sethe, Rolf, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Köln 2005.
- Weber, Rolf/Kaufmann, Christine, The Role of Transparency in Financial Regulation, in: Journal of International Economic Law 2010, S. 638 ff.
- Thévenoz, Luc, Une meilleure information des investisseurs privés, in: SZW 2011, S. 271 ff.
- Zulauf, Urs, Der FINMA-Vertriebsbericht 2010, in: SZW 2011, S. 265 ff.