

Sonderdruck aus

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht Band 108

Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert

Herausgegeben von:

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

Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten

Franca Contratto

Schulthess §

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

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

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

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

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

Prophylaxe durch Transparenz? 169

Rainer Baisch, Dipl.-Kfm. univ., MLaw, Assistent und Doktorand am Lehrstuhl für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht der Universität Zürich

Prof. Dr. Rolf H. Weber, Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich, Rechtsanwalt

**Zur Annahme und Herausgabe von Retrozessionen und anderen
Drittvergütungen** 213

Dr. Corinne Zellweger-Gutknecht, Lehrbeauftragte, SNF-Habilitandin, Assistentin am Lehrstuhl für Römisches Recht und Privatrecht an der Universität Zürich, Rechtsanwältin

**Ausnutzung von Heuristiken und Biases durch Werbematerial von
Effekthändlern** 251

Martin Brenncke, LL.M. (Cambridge), Assistent und Doktorand am Lehrstuhl für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Zürich

Die Schranken der Majorisierung von Gläubigern 291

Priv.-Doz. Dr. Tim Florstedt, Frankfurt/Main

Anlegerschutz durch regulatorisches Enforcement 319

Prof. Dr. Rolf H. Weber, Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich, Rechtsanwalt

Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten

Franca Contratto

Inhalt

I.	Einleitung	48
II.	Realien	50
	A. Entwicklungslinien des Strukturwandels auf den Finanzmärkten	50
	B. Heterogenität der Anlegerkreise im Besonderen: Eine Momentaufnahme in Zahlen	53
III.	Der Anleger im Blickfeld des Normativen	55
	A. Zur Rolle von Leitbildern im rechtlichen Diskurs	55
	B. Anlegerschutzrelevante Gesetzgebung von 1881–2018 im Zeitraffer	58
	C. Der Anleger im schweizerischen Recht: Ein legistisches Panoptikum	60
	1. Konturloses Anlegerleitbild in der „Grauen Vorzeit“ des Schweizerischen Finanzmarktrechts	60
	2. Paternalistisches Anlegerleitbild in der Gesetzgebung der 1960er-Jahre	64
	3. Instrumentell-funktionales Anlegerleitbild in der Gesetzgebung der 1990er-Jahre	68
	4. Differenziertes Anlegerleitbild in der Gesetzgebung der 2000er-Jahre	73
	5. Differenziertes Anlegerleitbild mit paternalistischem Einschlag in der Gesetzgebung der nahen Zukunft	78
IV.	Thesen zur künftigen Rolle abstrakter Leitbilder in der Anlegerschutzregulierung	80
	A. Wachsende Bedeutung abstrakter Anlegerleitbilder in der Produktregulierung	80
	B. Abkehr von abstrakten Leitbildern hin zur Einzelfallbeurteilung in der Vertriebsregulierung	82

I. Einleitung

„Der Mensch ist das Mass aller Dinge; der seienden, wie sie sind,
der nichtseienden, wie sie nicht sind.“
Protagoras (um 481-411 v. Chr.)¹

Im Zeitalter des von „Roboträdern“² beherrschten Hochfrequenzhandels an den Börsen mutet es geradezu anachronistisch an, den Menschen ins Zentrum einer finanzmarktrechtlichen Abhandlung zu stellen. Tatsächlich spricht zur Zeit jedoch einiges dafür, dass das *Menschenbild in der Finanzmarktregulierung* künftig für angeregte Diskussionen sorgen wird: Empirische Befunde zur vermehrten Partizipation von Kleinsparern auf den Finanzmärkten³ werfen nämlich die Frage auf, wie den Bedürfnissen dieser besonders schutzbedürftigen „Verbraucher-Anleger“ im Rahmen der Regulierung adäquat Rechnung zu tragen sei.⁴ Dieser Diskurs – der nicht zuletzt auch im Kontext mit der gesellschaftlichen und politischen Bewältigung der Finanzkrise zu verstehen ist – hat das Potential, die Fundamentalwerte der herkömmlichen, dem liberalen Informationsmodell⁵ verpflichteten Finanzmarktregu-

¹ Aus der verschollenen Schrift „Die Wahrheit“, zitiert bei PLATON, Theaitetos, 152a; Deutsche Übersetzung in Anlehnung an FRIEDRICH SCHLEIERMACHER, in: Gunther Eigler (Hrsg.), Platon, Werk in acht Bänden, Bd. VI, 2. Aufl. Darmstadt 1990, 31.

² Mit Algorithmen gefütterte Hochleistungsrechner, welche in Sekundenbruchteilen Handelsaufträge auslösen, stellen heute die bedeutendste Händlergruppe an den Börsen dar: An der New York Stock Exchange gehen ca. 70% aller Transaktionen auf Robotrader zurück, der Anteil an der deutschen Börse XETRA wird auf 60% geschätzt; in der Schweiz scheint die künstliche Intelligenz jedoch noch keine dominante Rolle im Börsenhandel zu spielen (Christian Katz, CEO SIX Group, schätzt den Anteil auf 20%). Anschaulich dazu TOM C. W. LIN, *The New Investor*, 60 *UCLA Law Review* 678 (2013), (<<http://ssrn.com/abstract=2227498>>). Neueste empirische Erkenntnisse bei: EKKEHART BOEHMER/KINGSLEY FONG/JULIE WU, *International Evidence on Algorithmic Trading*, *American Finance Association 2013 Meeting-Paper*, 3/2012 (<<http://ssrn.com/abstract=2022034>>).

³ Zu dieser Entwicklung siehe unten, II.B. Für eine wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Phänomen der „Konsumerisierung“ der Finanzmärkte siehe NIAMH MOLONEY, *Investor Model Underlying the EU Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, *European Business Organization Law Review* 13 (2012), 169-193, passim.

⁴ Für eine erste gesetzgeberische Reaktion auf diese Entwicklungen siehe etwa § 5 des österreichischen Kapitalmarktgesetzes (KMG), welcher eine *lex specialis* für „Verbrauchergeschäfte“ mit Finanzprodukten vorsieht. Von besonderer Bedeutung – nicht zuletzt für die Schweiz – sind die tiefgreifenden Reformen, welche die EU zum verbesserten Schutz von „Kleinanlegern“ initiiert hat. Einzelheiten unter <http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products/index_de.htm>.

⁵ Dieses Denkmodell, das sog. „Disclosure-Paradigma“, liegt allen entwickelten Finanzmarktordnungen der Welt zugrunde. Es basiert auf der Prämisse, dass Anleger dann am besten geschützt werden, wenn sie ausreichend mit Informationen über Finanzprodukte und deren Anbieter versorgt werden. Transparenzpflichten sollen weitergehende staatliche Interventionen überflüssig machen. Das Ziel ist

lierung grundlegend zu verändern: Verschiedene Reformprojekte in den umliegenden europäischen Ländern zeugen bereits von einem *Paradigmenwechsel* hin zu einer Finanzmarktregulierung mit stark interventionistischem Charakter, welche vereinzelt sogar paternalistische Züge annimmt.⁶ In der Schweiz stehen entsprechende Entwicklungen bislang noch aus; die ersten Konturen des geplanten Eidgenössischen Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG)⁷ deuten jedoch unmissverständlich darauf hin, dass sich auch in der Schweiz eine vertiefte Auseinandersetzung mit dem gewandelten Menschenbild auf den Finanzmärkten aufdrängt. Dazu möchte die vorliegende Abhandlung ein paar Denkanstösse vermitteln.

Der Beitrag nähert sich dem Untersuchungsgegenstand zunächst auf der Ebene der *Empirie*, indem er einerseits die verschiedenen Elemente beleuchtet, die den mittlerweile manifesten Strukturwandel auf den Märkten eingeleitet haben, und indem er andererseits die Wechselwirkungen zwischen dem Wandel auf den Märkten und dem durch stetige Anpassungsprozesse geprägten Verhalten der Menschen aufzeigt (unten, II.).

Im Fokus der vorliegenden Abhandlung steht allerdings nicht der reale Anleger, sondern das „Bild des Menschen, das dem Recht vorschwebt und auf das es seine

„investor empowerment“ – also Massnahmen zum Selbstschutz der Anleger, nicht aber paternalistischer Sozialschutz durch den Staat. Für eine Kritik am Informationsmodell siehe EMILIOS AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 6 (4) (2009), 440-475.

⁶ Im Zentrum dieses regulatorischen Paradigmenwechsels stehen materielle Interventionen auf den Produktmärkten; diese können die Gestalt von Produktverboten, Vorgaben für bestimmte Produkte und/oder eine flächendeckende präventive Prüfung und Genehmigung von Produkten annehmen. Wegweisend hierfür sind die Befugnisse der europäischen Wertpapieraufsicht ESMA und der nationalen Aufsichtsbehörden unter Art. 31 ff. des Entwurfs der Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR; Fassung des Europäischen Parlaments vom 26. Oktober 2012). Zu dieser Entwicklung eingehend ANDREAS CAHN/HENNY MÜCHLER, *Produktinterventionen nach MiFID II*, Johann-Wolfgang-Goethe-Universität, Institute for Law and Finance, Working Paper Series No. 134, 12/2012 (<www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_134.pdf>).

⁷ Nach Plänen des Bundesrates soll dieser Erlass Lücken im Anlegerschutz beim Vertrieb von Finanzprodukten schliessen. In einem Hearing Bericht vom 18. Februar 2013 wurden erste mögliche Stossrichtungen aufgezeigt. Streng interventionistische Ansätze, wie etwa Produktverbote oder materielle Produktvorgaben, sind darin nicht vorgesehen. In Anlehnung an entsprechende Reformen in der EU (unten, Fn. 142) schlägt das EFD jedoch die Einführung vereinfachter, auf „Durchschnittskonsumenten“ zugeschnittener Kurzdokumentationen für Finanzprodukte vor. Einzelheiten hierzu unten, III.C.5.

Anordnungen einrichtet“.⁸ In ihrem Kern geht die nachfolgende Untersuchung dahin, aus dem disparaten Gefüge von anlegerrelevanten Normen, welche der Schweizer Gesetzgeber seit den frühen Anfängen der Marktregulierung Ende des 19. Jahrhunderts bis heute geschaffen hat, eine „*generationenspezifische*“, dem jeweiligen Zeitgeist entsprechende *Typologie von Anlegerleitbildern* zu ermitteln. Die Analyse stützt sich primär auf die den gesetzgeberischen Entstehungsprozess dokumentierenden Materialien, zumal sich das Anlegerleitbild kaum je unmittelbar aus dem Gesetzestext⁹ erschliessen lässt (unten, III.).

Gerade in einem derart dynamischen Gebiet wie dem Finanzmarktrecht würde eine blosser Rückschau auf Vergangenes zu kurz greifen. Die vorliegende Abhandlung schliesst deshalb mit Thesen zur künftigen Rolle abstrakter Anlegerleitbilder in der Finanzmarktregulierung (unten, IV.).

II. Realien

A. Entwicklungslinien des Strukturwandels auf den Finanzmärkten

Veränderte Realien ökonomischer, technologischer und soziopolitischer Natur haben die Finanzmärkte im Verlauf der vergangenen Jahrzehnte immer wieder nachhaltig geprägt und tiefgreifend umgestaltet.¹⁰ Dieser Strukturwandel hat nicht nur die Märkte an und für sich erfasst, sondern sich auch auf die Produktlandschaft und nicht zuletzt auch auf den Menschen auf den Märkten ausgewirkt. Die wesentlichen Entwicklungslinien der jüngeren Vergangenheit lassen sich mit den Schlagworten

⁸ GUSTAV RADBRUCH, *Der Mensch im Recht*, Heidelberger Antrittsvorlesung (1927), in: Arthur Kaufmann (Hrsg.), *Gustav Radbruch Gesamtausgabe*, Bd. 2, Heidelberg 1993, 467 ff., 467.

⁹ Es würde eigentlich naheliegen, auch die Rechtsprechung der Gerichte zur Konkretisierung des Anlegerleitbilds heranzuziehen. Diesen Weg will die vorliegende Abhandlung jedoch bewusst *nicht* einschlagen. Denn die publizierte Rechtsprechung zu Anlegerklagen ist – abgesehen von der jüngsten Vergangenheit – in der Schweiz alles andere als ergiebig (zur Illustration: Im Zeitraum zwischen 1954 und 1966 taucht der Begriff „Anleger“ in keinem veröffentlichten Bundesgerichtsurtel auf). Gestützt auf diese relativ spärliche Rechtsprechung liesse sich kaum ein repräsentatives, breit abgestütztes Anlegerleitbild ermitteln.

¹⁰ Eingehend hierzu JEAN-BAPTISTE ZUFFEREY, *La réglementation des systèmes sur les marchés financiers secondaires*, Habil., Freiburg i.Ue. 1994, N 14 ff., N 395 ff.

„Technologisierung“, „Globalisierung“, „Kommerzialisierung“, „Sophistizierung“, „Demokratisierung“ und „Pluralisierung“ zusammenfassen, wobei mit Blick auf den Wandel des Anlegerleitbildes folgende Aspekte von besonderer Bedeutung sind:

- Die *wachsende Technologisierung* der Finanzmärkte auf Basis moderner Informationstechnologien hat zu einer eigentlichen Öffnung der Anlagemärkte geführt. Das Internet gewährleistet heute breiten Bevölkerungsschichten direkten Zugang zu Plattformen, auf welchen Finanzinformationen abgerufen und Finanzprodukte direkt per Mausklick gehandelt werden können. Durch die wachsende Verbreitung von Tablet-Computern und Smartphones sind diese Dienstleistungen für das Anlegerpublikum jederzeit und ortsunabhängig zugänglich geworden, was das Tätigen von Börsengeschäften nochmals um ein Vielfaches erleichtert und überdies zur Senkung von Transaktionskosten geführt hat.
- In der jüngeren Vergangenheit hat zudem eine eigentliche *Kommerzialisierung* im Bereich der *Produkte* stattgefunden. Diese Entwicklung hat sich um die Jahrtausendwende sehr anschaulich am Beispiel der strukturierten Produkte und der Exchange Traded Funds (ETF) gezeigt: Diese Produkte, die zuvor nur für den professionellen Interbankenmarkt (sog. Wholesale Markt) vorgesehen gewesen waren, erfuhren eine intensive Vermarktung mittels publikumswirksamer Werbekampagnen in Printmedien und auf Online-Portalen. Inzwischen haben sich diese innovativen Anlageprodukte auch auf dem Retailmarkt etabliert, weil sie eine kostengünstige Diversifizierung¹¹ oder die Absicherung¹² bestehender Portfoliositionen ermöglichen und weil sich damit neue, bisher kaum zugängliche

¹¹ Dies lässt sich gerade bei ETF besonders leicht bewerkstelligen, da diese breit abgestützte, klassische Indizes, wie etwa den Dow Jones, den Nikkei oder den SMI rechnerisch replizieren. Im Bereich von strukturierten Produkten ist eine relativ kostengünstige Diversifizierung durch Indexzertifikate zu erreichen. Die finanzökonomische Funktionsweise ist in beiden Fällen dieselbe; Unterschiede bestehen indes in der rechtlichen Ausgestaltung, was sich namentlich im Konkurs des Emittenten mit unterschiedlichen Rechtsfolgen manifestiert. Zum Absonderungsrecht bei Fonds siehe unten, III.C.2.

¹² Im Vordergrund stehen hier die Produkte mit Kapitalschutz. Die Bedingungen derartiger Produkte sehen jeweils vor, dass am Ende der Laufzeit eine bestimmte Quote des ursprünglich eingesetzten Betrags (häufig handelt es sich um 90%-100%) unbeschadet der Performance an den Anleger zurückfließt. Wie sich im Fall Lehman Brothers gezeigt hat, bieten Produkte mit Kapitalschutz allerdings keinen Schutz vor dem Emittentenrisiko.

Märkte erschliessen lassen.¹³ Inzwischen haben diese Märkte für Retail-Anlageprodukte geradezu schwindelerregende Volumina erreicht.¹⁴

- Schliesslich werden die Märkte auch durch das Verhalten der Menschen beeinflusst, wobei zwischen veränderten Realien und entsprechenden Adaptionsleistungen des Menschen enge Wechselwirkungen bestehen. Aktuell zwingt die demografische Entwicklung die derzeit arbeitende Bevölkerung dazu, wegen der immer längeren Lebenserwartung einerseits und der geringeren Rentenerwartung andererseits einen Teil der Einkünfte zur Vorsorge im Alter zu verwenden.¹⁵ Aus dieser Perspektive wird Kapitalanlage auch für klassische Sparer immer wichtiger,¹⁶ zumal auch die anhaltende Tiefzinspolitik der Zentralbanken und die drohende Inflation Konsumentinnen und Konsumenten immer intensiver nach Alternativen zum Sparsbuch suchen lässt.¹⁷

¹³ Von besonderem Interesse ist das namentlich mit Blick auf Rohstoff-Märkte, aber etwa auch hinsichtlich von Anlagen in Schwellenländern. In beiden Fällen wird eine Partizipation durch indirekte Anlage ermöglicht, also entweder durch Indexierung, d.h. durch rechnerische Nachbildung der realen Wertentwicklung der Ursprungsmärkte, oder durch sog. Basket-Zertifikate, deren Wertentwicklung auf einem – rein rechnerisch verwendeten – Korb von Aktien bzw. anderen Anlagen beruht.

¹⁴ Gemäss SNB-Statistik betrug das Volumen aller ausstehenden Derivate und strukturierten Produkte im Jahr 2011 186 Mia. Schweizer Franken; vor der Krise im Jahr 2008 hatten diese Produkte noch einen Wert von 235 Mia. Schweizer Franken erreicht. Noch eindrücklicher sind die Werte aus der EU: In einer Pressemitteilung der EU-Kommission vom 3. Juli 2012 wird das Volumen des Markts für Retail-Finanzprodukte wie Fonds, gemischte Lebensversicherungen und strukturierte Produkte auf rund 10 Billionen Euro geschätzt (<http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-736_de.htm?locale=de>).

¹⁵ Für empirische Hinweise zur Situation von Kleinanlegern vgl. folgende, von der EU-Kommission in Auftrag gegebene Studie: NICK CHATER et al., Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, 11/2010, 85 N 139 (<http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/final_report_en.pdf>).

¹⁶ HOLGER FLEISCHER, in: Hans Schulte-Noelke et al. (Hrsg.), Europäisches Vertragsrecht im Gemeinschaftsrecht, Schriftenreihe der Europäischen Rechtsakademie Trier, Band 22, Köln 2002, 171, 178, geht davon aus, dass der Anleger aus der „klassischen Anlegerrolle, die auf der langfristigen Investition und einer entsprechenden Dividendenerwartung beruht, immer häufiger in eine Verbraucherposition hineinwächst“.

¹⁷ In diesem Kontext wird auch von „kalter Enteignung“ gesprochen. Das Dilemma, in welchem sich breite Bevölkerungsschichten wiederfinden, besteht darin, dass aus Risikoaversion i.d.R. niedrig verzinsten Anlageformen, wie Sparsbücher, Festgeldkonten oder Anleihen bevorzugt werden. Bei einem Zinsniveau von faktisch Null erzielen die Sparer und die künftigen Rentner kaum noch Rendite auf derartige Anlagen. Da zugleich die Teuerung in vielen Volkswirtschaften relativ hoch ist, nämlich zwischen 2% bis 3% (in Grossbritannien erreichte sie sogar zwischendurch einmal knapp 5%), herrschen deutliche negative Realzinsen. Sparer und künftige Rentner werden so durch den Verlust an Kaufkraft heimlich enteignet. Siehe dazu MICHAEL RASCH, Enteignung grassiert in ganz Europa, NZZ Nr. 69 vom 23./24. März 2013, 18.

Diese verschiedenen Entwicklungsstränge sind jedoch keineswegs als isoliert zu begreifen – vielmehr bedingen, beeinflussen und verstärken sie sich gegenseitig: So geht etwa mit der verstärkten Nachfrage von Sparern nach Anlagemöglichkeiten in Zeiten niedriger Zinsen und immer unsicherer werdenden Rentenerwartungen eine rasch fortschreitende Kommerzialisierung von Finanzprodukten einher. Gleichzeitig stellt der technische Fortschritt in Gestalt moderner Informationstechnologie für breite Bevölkerungskreise einen raschen und kostengünstigen Zugang zu den Märkten sicher. Insgesamt lässt sich als Folge dieser verschiedenen Entwicklungen eine eigentliche *Demokratisierung* der Märkte feststellen.

B. Heterogenität der Anlegerkreise im Besonderen: Eine Momentaufnahme in Zahlen

Destinatäre des Individualschutzes sind die Anleger. Darunter versteht man jede natürliche oder juristische Person, welche Anlagen auf dem Finanzmarkt tätigt. „Den“ Anleger gibt es hingegen schlichtweg nicht,¹⁸ denn die Demokratisierung der Finanzmärkte (oben, II.A.) hat zu einer *Heterogenisierung* der Anlegerkreise geführt: Kapitalkräftigen institutionellen Investoren mit professioneller Tresorerie¹⁹ und einer wachsenden Zahl von sehr vermögenden, professionell beratenen Privatinvestoren (sog. High Net Worth Individuals) steht eine Vielzahl von Kleinanlegern, ja oft sogar klassischen Sparern mit nur sehr geringen Anlagevolumen und relativ bescheidenem Fachwissen gegenüber.²⁰

¹⁸ So schon die Feststellung bei HOLGER FLEISCHER, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, in: Verhandlungen des vierundsechzigsten Deutschen Juristentages, Bd. I, München 2002, 27.

¹⁹ Typischerweise darunter zu subsumieren sind Banken, Effektenhändler, kollektive Kapitalanlagen, Unternehmen sowie Einrichtungen der beruflichen Vorsorge. Der Trend der vergangenen Jahre geht in Richtung einer zunehmenden Institutionalisierung der Vermögensanlage. In der Schweiz hat sich das zum einen durch die Einführung eines Obligatoriums im Bereich der beruflichen Vorsorge (BVG; SR 831.40) im Jahr 1982 akzentuiert; zum anderen manifestiert sich die Institutionalisierung durch einen wachsenden Zustrom zu gemeinschaftlichen Formen der Kapitalanlage in Gestalt von Anlagefonds und anderen Formen kollektiver Kapitalanlage. Um letzteres zu fördern, hat der Gesetzgeber 2007 das Kollektivanlagengesetz in Kraft gesetzt (unten, III.C.4., insbes. Fn. 114).

²⁰ Illustrativ zu systematischen Verhaltensanomalien von Kleinanlegern ist die im Auftrag der EU-Kommission durchgeführte, empirische Analyse von CHATER et al. (Fn. 15), 5 f. (Zusammenfassung), 131 ff. (Marktanalyse), 257 ff. (Ergebnisse aus Experimenten).

Diese heterogene Marktstruktur lässt sich zumindest teilweise auch aus Statistiken der Schweizerischen Nationalbank (SNB) herauslesen: Per Ende 2011 entfielen 67% aller auf Schweizer Banken lagernden Depotwerte auf in- und ausländische Finanzinstitute.²¹ Immerhin 25% aller Depotbestände gehörten jedoch *Privaten*; Privatanleger spielen damit eine nicht unerhebliche Rolle als Akteure auf den Finanzmärkten.²² Allerdings lässt sich aus den Daten der SNB keine klare Aussage dazu ableiten, wie gross der auf Retailkunden entfallende Anteil von Finanzanlagen tatsächlich ist; allein die Tatsache, dass 14% aller Depotwerte ausländischen Privatkunden zuzuordnen waren, lässt daran zweifeln, dass Kleinanleger einen grossen Anteil an diesen Depotwerten halten, zumal ausländische Privatkunden in der Schweiz üblicherweise nicht dem Retailsegment angehören.²³ Ein Blick auf die Statistik zum Vermögen der privaten Haushalte²⁴ bestätigt diese Vermutung, zumal daraus hervorgeht, dass Anlagen in Finanzprodukte wie Aktien, Anleihen, kollektive Kapitalanlagen und strukturierte Produkte nur gerade rund 13% aller Aktiven von Privaten ausmachen; der Löwenanteil entfällt auf Immobilienanlagen, gefolgt von Ansprüchen gegen Einrichtungen der beruflichen Vorsorge und gegen Versicherungen sowie an dritter Stelle Bargeld(einlagen).²⁵

Auf Basis des derzeit verfügbaren statistischen Materials sind somit keine eindeutig quantifizierbaren Aussagen zur makroökonomischen Bedeutung von Kleinanlegern für

²¹ SNB-Statistik D51b, Wertschriftenbestände in Kundendepots der Banken (<www.snb.ch/ext/stats/statmon/pdf/defr/D5_1_b_Wertschriftenb_in_Kundendepots.pdf>).

²² Nur gerade 8% aller Depotwerte entfielen auf kommerzielle Kunden; unter diesen Begriff subsumiert die SNB jedoch nicht nur Unternehmen, sondern auch Anleger der öffentlichen Hand wie Bund, Kantone und Gemeinden.

²³ 11% aller Depotwerte waren Privatanlegern aus der Schweiz zuzuordnen; wenn man davon – zumindest im Sinne einer hypothetischen Annahme – Depotwerte aller *vermögenden* Privaten aus der Schweiz in Abzug bringt, dann dürfte der auf Retailkunden entfallende Anteil vermutlich nicht mehr allzu gross ausfallen.

²⁴ SNB, Vermögen der privaten Haushalte 2011, publiziert 11/2012 (<www.snb.ch/ext/stats/wph/pdf/de/Verm_priv_Haush.pdf>).

²⁵ Hoch oben hinaus schwingen mit fast 44% die Immobilien – das ist in Zeiten von Niedrigzinspolitik, Inflationsängsten und Immobilienboom nicht weiter überraschend. An zweiter Stelle mit 25% stehen Ansprüche gegen Einrichtungen der Beruflichen Vorsorge sowie Ansprüche gegen Privatversicherungen (hier stehen Lebensversicherungen im Vordergrund). Mit fast 18% folgen Einlagen auf Sparkonti bzw. Bargeld und – mit deutlichem Abstand folgen auf den letzten Plätzen die klassischen Kapitalanlagen wie Aktien mit 6%, Fonds mit 5%, Anleihen mit 3% und strukturierte Produkte mit nur gerade 0.7%.

den Finanzplatz Schweiz möglich.²⁶ Zumindest in der EU liess sich anhand von Analysen zum Marktvolumen von Retail-Anlageprodukten jedoch erhärten,²⁷ dass Kleinanleger einen wichtigen Beitrag zur Aufrechterhaltung funktionsfähiger Effektenmärkte leisten und überdies „das Wirtschaftswachstum in der EU finanzieren helfen“.²⁸

III. Der Anleger im Blickfeld des Normativen

A. Zur Rolle von Leitbildern im rechtlichen Diskurs

Der Begriff des Leitbilds ist nicht nur umgangssprachlich²⁹ sondern auch in verschiedenen geistes- und sozialwissenschaftlichen Disziplinen weit verbreitet,³⁰ wobei sich der Begriffsinhalt weitestgehend kontextabhängig bestimmt.³¹ Im rechtswissenschaftlichen Diskurs taucht der Begriff des Leitbilds in der Schweiz³² nur verein-

²⁶ Diese Faktenlage könnte dazu verleiten, regulatorische Reformen zum verbesserten Schutz von Kleinanlegern aus Kosten-/Nutzen-Überlegungen grundsätzlich in Zweifel zu ziehen. Allerdings spricht ein nicht unerhebliches öffentliches Interesse dafür, verlässliche rechtliche Rahmenbedingungen für Kleinsparer zu gewährleisten, um den Aufbau eines privaten Altersvorsorgevermögens mithilfe von Retail-Finanzprodukten zu ermöglichen.

²⁷ Schätzungen gehen von einem Volumen von ca. 10 Billionen EUR aus. Dies ergibt sich aus der Folgenabschätzung, die im Kontext mit der geplanten EU-Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte durchgeführt worden war (für Einzelheiten zu dieser EU-PRIPs-VO siehe Fn. 142). Die Folgenabschätzungs-Studie kommt zum Schluss, dass eine regulatorische Intervention in Form vereinfachter Anlegerinformation (sog. Key Investor Document) allein schon aufgrund der Grösse des Markts für derartige Finanzprodukte angezeigt sei. Zum Ganzen siehe Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen, Zusammenfassung der Folgenabschätzung [zur EU-PRIPs-VO], 3. Juli 2012 SWD(2012) 188, 5 (<http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/20120703-ia-summary_de.pdf>).

²⁸ So die Schlussfolgerung der EU-Kommission in ihrer Begründung zum Entwurf der EU-PRIPs-VO (Fn. 142), 2.

²⁹ Leitbilder sind heute aus der öffentlichen Verwaltung kaum mehr wegzudenken und spielen auch als Instrument der Marken- und Imagepflege in der Privatwirtschaft eine bedeutende Rolle. Für ein Beispiel siehe etwa das Leitbild der Universität Zürich unter: <www.uzh.ch/about/basics/mission/uzh_leitbild_2012.pdf>.

³⁰ Besonders häufig begegnet man dem Leitbildbegriff in geistes- und sozialwissenschaftlichen Disziplinen, etwa in der Soziologie, Politologie oder Ökonomie. Für Beispiele siehe JOHANNES HAHN/MEINOLF VIELBERG (Hrsg.), Formen und Funktionen von Leitbildern, Interdisziplinäre Studien zur Antike und ihrem Nachleben, Bd. 17, Stuttgart 2007.

³¹ Zur fehlenden Konturierung des Leitbildbegriffs siehe KATHARINA GIESEL, Leitbilder in den Sozialwissenschaften, Diss. Berlin 2005, Wiesbaden 2007, 13 f.

³² Grundlegend dazu PETER GAUCH, Der vernünftige Mensch, Ein Bild aus dem Obligationenrecht, in: Das Menschenbild im Recht, Festgabe der Rechtswissenschaftlichen Fakultät zur Hundertjahrfeier der Universität, Freiburg i.Ue. 1990, 177 ff. Siehe auch MISCHA SENN, Publikumschutz und Leitbild des Medienkonsumenten, *medialex* 2/2011, 80 ff.

zelt auf.³³ Das mag darauf zurückzuführen sein, dass sich der Schweizer Gesetzgeber³⁴ bisher nur mit grosser Zurückhaltung expliziter, hypothetischer Wertungsmassstäbe bedient hat.³⁵ Ob mit dem Erklären des „Durchschnittsanlegers“³⁶ als Gradmesser für die Verständlichkeit von Prospekten im Kollektivanlagengesetz von 2007 eine neue, positiv zu wertende Ära angebrochen ist, muss offenbleiben. Für eine abschliessende Beurteilung ist die Rechtsfigur des „Durchschnittsanlegers“ noch zu wenig lang auf der „Bühne des Rechts“³⁷ präsent.³⁸

³³ Zur vertieften wissenschaftlichen Auseinandersetzung in Deutschland siehe jedoch: FALK R. BÖMEKE, *Wie dumm darf der Verbraucher sein? Beurteilung von Werteklamme durch die Konkretisierung des Verbraucherleitbildes*, Diss. Köln 2004, Hamburg 2005; VOLKER DEUTSCH, *Der Einfluss des europäischen Rechts auf den Irreführungstatbestand des § 3 UWG, Gedanken zum Verbraucherleitbild und zur Relevanz bei Täuschungen*, GRUR 1996, 541 ff.; HANS DICK, *Das Verbraucherleitbild der Rechtsprechung, Rechtswissenschaftliche Forschung und Entwicklung*, Bd. 486, München 1995; STEFAN NIEMÖLLER, *Das Verbraucherleitbild in der deutschen und europäischen Rechtsprechung: Verhandlungs- und Vertragsparität als Regelungsgehalt des § 3 UWG*, Diss. Augsburg, München 1999; PATRICK SCHWAN, *Der informierte Verbraucher? Das verbraucherpolitische Leitbild auf dem Prüfstand, eine Untersuchung am Beispiel des Lebensmittelsektors*, Diss. München, Wiesbaden 2009; CHRISTIAN VOGEL, *Vom Anlegerschutz zum Verbraucherschutz, Informationspflichten im europäischen Kapitalmarkt-, Anlegerschutz- und Verbraucherschutzrecht*, Diss. Bielefeld 2004, Baden-Baden 2005, 142 ff.; FRANCK ZWICKER, *Das europäische Verbraucherleitbild bei Finanzdienstleistungen*, Diss. Bonn 2003.

³⁴ Anders jedoch der deutsche Gesetzgeber; für Beispiele vgl. § 347 HGB („Ordentlicher Kaufmann“), § 43 GmbHG („Ordentlicher Geschäftsmann“), § 93 AktG („gewissenhafter Geschäftsleiter“). Kritisch dazu ELENA BARNERT, *Der eingebildete Dritte: Eine Argumentationsfigur im Zivilrecht, Grundlagen der Rechtswissenschaft Bd. 12*, Diss. Frankfurt a.M. 2007, Tübingen 2008, 128, die eine „Porösität von Wertungsbegriffen“ beklagt.

³⁵ So schon die Feststellung bei PETER GAUCH (Fn. 33), 177, der vermutet, dass der Schweizer „Gesetzgeber den „vernünftigen Menschen“ bis anhin kaum entdeckt“ habe.

³⁶ Vgl. Art. 5 Abs. 2 lit. b KAG: „Der vereinfachte Prospekt [...] ist für die Durchschnittsanlegerin und den Durchschnittsanleger leicht verständlich“.

³⁷ Entlehnt von GERHARD HUSSERL, *Recht und Zeit, Fünf rechtsphilosophische Essays*, Frankfurt a.M. 1955, 125.

³⁸ Die Erfahrungswerte im Kontext mit der praktischen Implementierung dieses Konzepts sind aktuell noch zu dürftig. Allerdings hat der „Durchschnittsanleger“ einen ersten Einsatz als hypothetischer Orientierungsmassstab bereits hinter sich: Im Rahmen einer breit angelegten Überprüfung von Prospekten für strukturierte Produkte in den Jahren 2010-2011 hat sich die FINMA insbesondere mit dem Kriterium der Verständlichkeit aus Sicht eines „Durchschnittsanlegers“ auseinandergesetzt. Die FINMA kam zum Schluss, dass „die meisten der untersuchten Prospekte zu umfangreich, zu technisch formuliert, nicht einheitlich gegliedert“ seien und zudem seien gerade die Prospekte in englischer Sprache für den Durchschnittsanleger „schwer verständlich“: FINMA, *Stichprobenkontrolle von vereinfachten Prospekten strukturierter Produkte, 12/2011* (<www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/br-strukturierte-produkte-20111209-d.pdf>).

Lassen sich dennoch erste, vorsichtige Schlüsse zu Sinn und Unsinn abstrakter Leitbilder ziehen? Kritischen Stimmen aus der Doktrin³⁹ kann auf jeden Fall entgegengehalten werden, dass Leitbilder essentielle Anhaltspunkte dafür liefern, welche normativen Erwartungen ein bestimmtes Verhalten generiert und unter welchen Voraussetzungen für dieses Verhalten eingestanden werden muss. Letzteres ist gerade im Hinblick auf den *Schutz berechtigten Vertrauens* von unmittelbarer praktischer Relevanz, was sich anhand des Anlegerleitbilds besonders anschaulich vermitteln lässt: Denn die Art und Weise, wie das Recht den Anleger im Sinne eines Phänotyps⁴⁰ normativ erfasst, hat beträchtliche Konsequenzen darauf, wie die auf den Finanzmärkten inhärenten *Risiken verteilt* werden. Je mehr Sachkunde das Recht dem fiktiven Durchschnittsanleger hypothetisch unterstellt, desto höher wird dessen Eigenverantwortung gewichtet und umso höher ist seine Risikoexposition, wenn er Anlagen auf dem Finanzmarkt tätigt. Vertritt der Gesetzgeber hingegen eine eher paternalistische Haltung,⁴¹ dann wird er den Anleger nicht nur vor Übervorteilung durch die Anbieter von Finanzprodukten und -dienstleistungen, sondern vor allem vor sich selbst, seiner fehlenden Erfahrung und seiner mangelnden Sachkunde schützen wollen. Das Risiko verlagert sich diesfalls relativ einseitig auf die Schultern der Finanzdienstleister.

³⁹ Anschaulich zur Dekonstruktion der Sinnhaftigkeit von Leitbildern: ARTHUR KAUFMANN, Analogie und „Natur der Sache“, zugleich ein Beitrag zur Lehre vom Typus, Heidelberg 1982, 49: „Unsere heutige [...] Rechtsunsicherheit rührt in erster Linie nicht daher, dass die Gesetze begrifflich schlechter gefasst wären als ehemals; wir sind vielmehr der hinter den Gesetzesbegriffen stehenden Typen nicht mehr sicher! Wir wissen nicht mehr so recht, was ein ‚ordentlicher Kaufmann‘, ein ‚gerechter Richter‘, ein ‚vorbildlicher Familienvater‘ ist [...]. Des Gesetzgebers Aufgabe ist es, [...] Typen zu beschreiben [...] Aber es ist unmöglich, einen Typus genau zu beschreiben; die Beschreibung kann sich dem Typus immer nur annähern, nie wird er bis in die letzten Feinheiten erfasst“. Kritisch zur Bedeutung von Leitbildern auch BARNERT (Fn. 34), passim.

⁴⁰ Entlehnt aus der Genetik; der Begriff steht für sämtliche Eigenschaften – seien sie hysiologischer, morphologischer oder psychologischer Art – die einen Organismus ausmachen.

⁴¹ Im Vordergrund steht in diesem Kontext nicht ein herkömmlicher, harter Paternalismus, sondern ein liberaler Paternalismus im Sinne der von THALER/SUNSTEIN unter dem Stichwort „Nudge“ vertretenen Theorie (RICHARD H. THALER/CASS R. SUNSTEIN, *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*, Yale University Press, New Haven 2008). Danach sollten regulatorische Interventionen Individuen einen „Anstoss“ dazu geben, um ihnen das Füllen guter Entscheidungen zu erleichtern bzw. zu ermöglichen. Dies soll nicht durch harte Sanktionen bzw. durch Bevormundung Einzelner erfolgen, sondern durch das Setzen von Anreizen für „sinnvolles“ Handeln. Siehe hierzu eingehend auch: ANNE VAN AAKEN, Paternalismusgefahr: Das Prinzip des schonendsten Paternalismus, in: *Paternalismus und Recht*, in: Michael Anderheiden et al. (Hrsg.), *In memoriam Angela Augustin (1968-2004)*, Tübingen 2006, 109 ff.

Indem abstrakte Leitbilder den Marktteilnehmern gewisse Rückschlüsse auf die einer Norm zugrundeliegenden Erwartungen des Gesetzgebers erlauben, nehmen sie gerade mit Blick auf den Vertrauensschutz eine zentrale Funktion zur *Steuerung künftigen Verhaltens* ein. Sie tragen damit Wesentliches zur Gewährleistung von Rechtssicherheit und stabilen Rahmenbedingungen auf den Finanzmärkten bei.

B. Anlegerschutzrelevante Gesetzgebung von 1881–2018 im Zeitraffer

Normen, die sich mit der Position von Anlegern auf den Märkten auseinandersetzen, lassen sich in der Schweiz zwar bis ins späte 19. Jahrhundert zurückverfolgen.⁴² Als *eigenständiges Rechtsgebiet* mit einheitlichen Regelungszielen hat sich das Finanzmarktrecht – oder Kapitalmarktrecht, wie man es früher häufig auch nannte – in der Schweiz allerdings erst *relativ spät* herauskristallisiert⁴³: Mitte der 1990er-Jahre trat mit dem Eidgenössischen Börsengesetz (BEHG⁴⁴) der erste umfassende,⁴⁵ in sich geschlossene Erlass in Kraft, welcher die für das Finanzmarktrecht so typische, janusköpfige Zielsetzung des Anleger- und Funktionsschutzes zum zentralen Regulierungsmotiv erhob. Seit damals hat die Regulierungstätigkeit in finanzmarktrelevanten Themen geradezu sprunghaft zugenommen, was sich nicht nur volumenmäs-

⁴² So sah bereits das alte Obligationenrecht von 1881 (aOR) in Art. 672 eine Prospekthaftung im Zusammenhang mit öffentlichen Emissionen von Aktien und Anleiheobligationen vor. Einzelheiten dazu unten, III.C.1.

⁴³ Auch die Wissenschaft begann sich erst in den späten 1980er-Jahren mit dem Kapitalmarktrecht als neue Teildisziplin der Rechtswissenschaft auseinanderzusetzen. Wegweisend für diese Entwicklung waren zwei Publikationen, wovon sinnigerweise die eine dies- und die andere jenseits des Röschti-grabens – quasi stellvertretend für die beiden führenden Finanzplätze Zürich und Genf – entstanden war: Im Jahr 1986 widmete sich ein von Prof. PETER NOBEL herausgegebenes Sonderheft der Zeitschrift „Wirtschaft und Recht“ dem Thema „Schweizerisches Kapitalmarktrecht. Stand und Perspektiven“. In vielerlei Hinsicht als grundlegend erwies sich der darin publizierte Aufsatz von KLAUS J. HOPT, Schweizerisches Kapitalmarktrecht - Begriff, Aufgaben und aktuelle Probleme, WuR 38 (1986), 101 ff. Nur wenig später veröffentlichten Prof. ALFRED DUFOUR und Prof. ALAIN HIRSCH einen Tagungsband zum „Colloque Le droit du marché financier suisse“, welches am 5./6. Mai 1987 in Genf stattgefunden hatte.

⁴⁴ Dazu unten, III.C.3.a), insbes. Fn. 90.

⁴⁵ Bereits 1967 war zwar das erste Anlagefondsgesetz (aAFG) in Kraft gesetzt worden (mehr dazu unten, III.C.2., insbes. Fn. 68). Es behandelte im Vergleich zum BEHG jedoch nur ein einzelnes, eng abgestecktes Produktsegment; zudem lässt sich dem aAFG keine auf den Funktionsschutz ausgerichtete Marktordnungsfunktion entnehmen, wie sie für das BEHG typisch ist.

sig,⁴⁶ sondern auch in der sich stetig erhöhenden Kadenz⁴⁷ gesetzgeberischer und regulatorischer Interventionen manifestiert. Ein Ende ist derzeit nicht abzusehen; umfassende, anlegerrelevante Regulierungsaktivität ist in den kommenden Jahren insbesondere im Bereich der Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Finanzprodukten zu erwarten.⁴⁸

Die soeben kursorisch skizzierte, anlegerrelevante Gesetzgebung der Schweiz lässt sich aufgrund der jeweiligen gesetzgeberischen Motive und anhand der jeweiligen realen Verhältnisse auf den Märkten in *fünf verschiedene Phasen* einteilen:

- Erste Phase (ab 1880er-Jahre): Schemenhafte Anfänge der Marktregulierung im Zuge der stetigen Entwicklung des Finanzplatzes, überschattet durch die zwei Weltkriege und die Weltwirtschaftskrise;
- Zweite Phase (ab 1960er-Jahre): Überwiegend sozialpolitisch motivierte Finanzmarktgesetzgebung in einem Umfeld wirtschaftlichen Aufschwungs mit wachsender Partizipation breiter Bevölkerungsschichten auf den Finanzmärkten;
- Dritte Phase (1990er-Jahre): Standortpolitisch motivierte Finanzmarktgesetzgebung im Zeitalter von Deregulierung, Liberalisierung und wachsendem internationalem Wettbewerb der Finanzplätze;

⁴⁶ Anschaulich hierfür ist die Entwicklung des Standardwerks „Bank- und Finanzmarktrecht – Regulierung und Selbstregulierung der Finanzmärkte“ von LUC THÉVENOZ/URS ZULAUF: Seit seiner Erstauflage im Jahr 1995 ist das Werk um mehr als das Doppelte gewachsen; es umfasst heute stolze 1500 Seiten.

⁴⁷ Siehe hierzu bereits die Feststellung (allerdings ganz allgemein für das Wirtschaftsrecht) bei PETER FORSTMOSER, Von der Schildkröte zum Hasen – Beschleunigung im schweizerischen Gesetzgebungsverfahren, in: Sandra Hotz/Klaus Mathis (Hrsg.), Recht, Moral und Faktizität, Festschrift für Walter Ott, Zürich 2008, 161 ff.; DERS., Im Huckepackverfahren und auf der Überholspur, Zwei fragwürdige „Novitäten“ schweizerischer Gesetzgebung, NZZ Nr. 44 vom 22. Februar 2007, 27.

⁴⁸ Einzelheiten zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG 2018) oben, Fn. 7. Weitere wichtige Regulierungsarbeiten stehen im Bereich der Finanzmarktinfrastruktur an. Dabei sollen die heute im BEHG geregelten Pfeiler der Finanzmarktinfrastruktur – Börsen, Zahlungsverkehrssysteme, Effektenabwicklungssysteme – sowie die Regulierung des ausserbörslichen Derivathandels an die geltenden EU-Standards angepasst werden (siehe hierzu: Verordnung Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, EMIR). Die Vornehmlassung zu diesem Finanzmarktinfrastrukturgesetz soll im Sommer 2013 eröffnet werden (<www.admin.ch/ch/d/gg/pc/preview.html#EFD>).

- Vierte Phase (2000er-Jahre): Finanzmarktgesetzgebung unter dem Anpassungsdruck der sich laufend verdichtenden Regulierung in der EU, bei gleichzeitiger Konsolidierung von Anlegerschutzanliegen und Massnahmen zur Aufrechterhaltung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes;
- Fünfte Phase (2010er-Jahre): Finanzmarktgesetzgebung im Zeichen der Krisenbewältigung und im Bestreben um die Wiedergewinnung des Anlegervertrauens.

Es liegt auf der Hand, dass sich im Zuge dieser evolutiven Entwicklung des Finanzmarktrechts auch die Erwartungshaltung des Gesetzgebers gegenüber dem Anleger als normativem Prototyp gewandelt hat. Die folgenden Ausführungen (unten, III.C.) gehen diesem Wandel des Anlegerleitbildes im Verlauf der soeben skizzierten Phasen des Finanzmarktrechts der Schweiz im Einzelnen nach.

C. Der Anleger im schweizerischen Recht: Ein legistisches Panoptikum

1. Konturloses Anlegerleitbild in der „Grauen Vorzeit“ des Schweizerischen Finanzmarktrechts

Während vieler Jahrzehnte durchlief das schweizerische Finanzmarktrecht eine Phase, die man als „Graue Vorzeit“ bezeichnen könnte. Die realen Verhältnisse auf den Märkten waren gekennzeichnet durch die wirtschaftlichen Folgen der beiden Weltkriege und insbesondere durch die Weltwirtschaftskrise in den 1930er-Jahren.⁴⁹ Wer in diesen wirtschaftlich angespannten Zeiten überhaupt etwas Geld auf die Seite legen konnte, hatte ein Sparbuch, erwarb Kassaobligationen oder Lebensversiche-

⁴⁹ Die Weltwirtschaftskrise fiel in der Schweiz im Vergleich zu den USA und Deutschland zwar weniger schwerwiegend aus. Dennoch waren die Jahre 1931-1936 eindeutig Krisenjahre, in welchen die Finanz- und Wirtschaftspolitik des Landes zwischen einer Spar- und Abbaupolitik einerseits und einer staatlichen Investitions- und Antikrisenpolitik andererseits schwankte. Auf dem Höhepunkt der Krise (Januar 1936) betrug die Arbeitslosenquote fast 6%, wobei die Not der Betroffenen gross war. Denn damals existierte noch keine Arbeitslosenversicherung und bei der hohen Inflationsrate schmolzen die bescheidenen Ersparnisse rasch dahin. Eingehend hierzu: Universität Zürich, Wirtschafts- und Sozialgeschichte online (ESO; <www.eso.uzh.ch>), Entwicklung der Schweiz 1850 – 2000.

rungen, wobei letzteren gerade wegen des Fehlens staatlicher Altersvorsorgesysteme eine besondere Bedeutung zukam.⁵⁰

Die finanzmarktrelevante *Gesetzgebung* der damaligen Zeit war *rudimentär*. In einer sehr breit gefassten Zeitspanne, die sich von den allerersten Anfängen der Marktregulierung mit dem Erlass des alten Obligationenrechts (aOR) im Jahr 1881 bis weit in die Nachkriegszeit hineinzieht, lassen sich nur ganz vereinzelt Normen oder Erlasse ausfindig machen, die sich überhaupt mit Kapitalanlagen bzw. mit Anlegern befassen. In dieser „kosmischen Ursuppe“ schlummerten zwar gewisse Elementarteilchen, die sich im Verlauf der kommenden Jahrzehnte zum heutigen Finanzmarktrecht der Schweiz verdichteten. Dennoch weisen die Normen von damals weder einen inneren Zusammenhang noch eine klare Ausrichtung auf den Anlegerschutz als überspannendes Regelungsziel auf. Folgende Beispiele illustrieren diese Kontur- und Konzeptlosigkeit:

- 1918 hatte der Bundesrat mit einer Notverordnung die *Gläubigergemeinschaft bei Anleihenobligationen* eingeführt, welche jedoch erst 1950 in ordentliches Recht überführt wurde.⁵¹ Heute findet man diese Normen in den Art. 1157 ff. OR wieder. Man liest im Zusammenhang mit der Gläubigergemeinschaft bei Anleihenobligationen ab und zu, dass es sich um eine Frühform des kollektiven Rechtsschutzes für Anleger handle. In Tat und Wahrheit standen damals aber nicht die Interessen der einzelnen Anlegerinnen und Anleger im Vordergrund; vielmehr ging es dem Gesetzgeber um das Bedürfnis des Anleihenschuldners, in Zeiten wirtschaftlicher Not erforderliche Sanierungsmassnahmen so rasch und effizient wie möglich – und notfalls auch gegen den Willen bestimmter Anleihensgläubiger – durchführen zu können.⁵² Anlegerschutzanliegen standen

⁵⁰ Anschaulich hierzu folgender Auszug aus einem Anlageratgeber aus der damaligen Zeit: „Der kleine Sparer muss so sehr auf die Kapitalsicherheit sehen, dass für ihn nur der Typus des Sparbuchs und allenfalls noch der Kassenobligation in Betracht kommt. Mögen Pfandbriefe und Renten noch so grosse Sicherheit [...] bieten, so sind sie doch ihrer Natur nach für den kleinen Sparer ungeeignet, da sie wegen der weit hinausgeschobenen Kapitalrückzahlungspflicht [...] keine Kapitalsicherheit bieten“: ROBERT JUST, *Die Kapitalanlage des Sparer und Kapitalisten*, Zürich 1931, 187.

⁵¹ BG vom 1. April 1949 betreffend Abänderung der Vorschriften des OR über die Gläubigergemeinschaft bei Anleihenobligationen; AS 1949 I 820; BBl 1947 III 905.

⁵² Im Laufe der Wirtschaftskrise der 1930er-Jahre und in den folgenden Kriegs- und Nachkriegsjahren sah sich der Gesetzgeber zum Schutz bedrohter Wirtschaftszweige, wie etwa der Uhrenindustrie oder der Hotellerie- und Tourismusbranche, zur Einführung diverser Ausnahmeregelungen gezwungen.

hier nicht im Vordergrund, sondern vielmehr pragmatische Lösungen zur nachhaltigen Kapitalmarktfinanzierung von Unternehmen.

- Ein weiteres Beispiel dafür, dass der Anlegerschutz in der damaligen Phase kaum je ein zentrales gesetzgeberisches Ziel darstellte, ist das *Pfandbriefgesetz* von 1931.⁵³ Die gesetzliche Regelung der Pfandbriefe bezweckte die Rationalisierung des Hypothekarkreditgeschäfts und damit eine langfristig stabile Finanzierung des damals noch überwiegend landwirtschaftlich genutzten Bodens – diese *ratio legis* geht insbesondere aus dem Zweckartikel,⁵⁴ aber auch aus der Botschaft des Bundesrates hervor.⁵⁵ Die Monopolisierung der Pfandbriefausgabe in Gestalt der zwei eidgenössischen Pfandbriefzentralen wurde zwar damit begründet, dass „nur absolut seriöse und gut kontrollierte Institute Pfandbriefe ausgeben“ sollten.⁵⁶ In Tat und Wahrheit sprachen jedoch nicht primär Anlegerschutzüberlegungen, sondern vielmehr wirtschaftspolitische Gründe und Effizienzüberlegungen dafür, das bisher kantonale zersplitterte Hypothekengeschäft in einen einheitlichen Markt für die gesamte Schweiz zu überführen.⁵⁷
- Geradezu paternalistischen Schutz erfuhren die Anleger hingegen ab 1923 durch das *Lotteriegesezt*.⁵⁸ Darin wurde die öffentliche Auflage sog. Prämienanleihen verboten.⁵⁹ *Prämienanleihen* – oder Prämienlose, wie man sie im Volksmund nannte – waren eine besondere Spielart der Anleiheobligation, die sich durch weitreichende Gestaltungsfreiheit für den Schuldner auszeichnete. Der Schuldner konnte durch Auslosung einen Teil von Gläubigern bestimmen, deren

U.a. wurden massive Erleichterungen für die Beschlussfassung der Gläubigerversammlung bei Anleiheobligationen geschaffen. Zur *ratio legis* vgl. BGE 113 II 283 ff., 286 E. 4; JEAN-BAPTISTE ZUFFEREY, in: Pierre Tercier/Marc Amstutz (Hrsg.), Commentaire Romand, Code des Obligations II, Vorbemerkungen zu Art. 1157 ff. N 4 f.; BK-ZIEGLER, Vorbemerkungen zu Art. 1157-1186 OR N 8 ff.

⁵³ Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930 (PFG; SR 211.423.4), in Kraft 1. Februar 1931; AS 47 109.

⁵⁴ Art. 1 PFG: „Die Pfandbriefzentralen haben den Zweck, dem Grundeigentümer langfristige Grundpfanddarlehen zu möglichst gleichbleibendem und billigem Zinsfusse zu vermitteln“.

⁵⁵ Botschaft des Bundesrates vom 14. Dezember 1925, BBl 1925 III 527.

⁵⁶ LAURA HUNZIKER, Der schweizerische Pfandbrief, Diss. Zürich 1986, 35 m.w.H.

⁵⁷ HUNZIKER (Fn. 56), 36.

⁵⁸ Bundesgesetz vom 8. Juni 1923 betreffend die Lotterien und die gewerbmässigen Wetten (LG; SR 935.51), in Kraft 1. Juli 1924; AS 39 353.

⁵⁹ Ausnahmen galten für vom Bund explizit bewilligte Emissionen sowie dann, wenn der Bund selber als Schuldner derartiger Emissionen auftrat.

Anteile zu einem massiv unter dem Marktüblichen liegenden Zinsfuss verzinst wurden; dieser grossen Masse standen einige wenige glückliche Inhaber gegenüber, die quasi das grosse Los gezogen hatten und von einer hohen Verzinsung profitierten. Schon 1895 hatte der Bundesrat sich in einem konkreten Rekursfall äusserst negativ über diese Form der Geldanlage geäussert und moniert, Lotterianleihen seien „geeignet, die Spiellust des Publikums anzuregen und den Hang zu einem arbeitslosen Gewinn zu verbreiten“. ⁶⁰ In seiner Botschaft zum Erlass eines Eidgenössischen Lotterieggesetzes sprach sich der Bundesrat deshalb in der Folge für ein Verbot mit Erlaubnisvorbehalt für Prämienanleihen aus, „um schädliche Auswüchse auf das wirtschaftliche Wohl des Landes einzudämmen“. ⁶¹

- Ein relativ deutliches Bekenntnis zum Anlegerschutz findet sich interessanterweise im *aOR von 1881*. Art. 672 aOR⁶² sah schon damals eine spezialgesetzliche Haftung für die Veröffentlichung inhaltlich unwahrer Prospekte und „Zirkulare“ für öffentlich emittierte Aktien und Anleiensobligationen vor. Es handelt sich also um die älteste Vorläuferin der heute in verschiedenen Erlassen vorgesehenen *Prospekthaftung*. Erst einige Jahrzehnte später wurde im *revidierten OR von 1936* dann auch der Prospektzwang bei der öffentlichen Auflage zur Zeichnung von Aktien und Anleiensobligationen gesetzlich verankert. Mit Blick auf das Anlegerleitbild von besonderem Interesse ist, dass in den parla-

⁶⁰ Bundesratsbeschluss vom 17. Mai 1895 über den Rekurs von Aloys Bernhard, Inhaber eines Bankgeschäfts in Zürich, gegen ein Urteil des Obergerichts des Kantons Aargau vom 20. Dezember 1894, wegen angeblicher Verletzung des Art. 31 der Bundesverfassung durch Anwendung des aargauischen Gesetzes vom 8. Mai 1838, betreffend das Verbot der Lotterien und Glücksspiele, auf den Prämienloshandel.

⁶¹ Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zum Entwurf eines Bundesgesetzes betreffend die Lotterien und lotterieähnlichen Unternehmungen vom 13. August 1918, BBl 34 IV 1918 333 ff., 339 f.: „Speziell der Prämienloshandel, dessen schädliche Auswüchse das wirtschaftliche Wohl unseres Volkes schwer beeinträchtigen, entbehrt der wünschenswerten Überwachung und Eindämmung.“ Zu der vom Bundesrat vorgeschlagenen Regelung für Prämienanleihen im Einzelnen siehe Botschaft LG 1918, 346 ff.

⁶² „Hat eine bereits konstituierte Aktiengesellschaft eine Emission von Aktien oder Obligationen [...] vorgenommen, so haftet jeder, welcher dabei tätig war, den einzelnen Aktionären oder Obligationären für Schadenersatz, wenn er wissentlich unwahre Angaben in Prospekten oder Zirkularen gemacht oder verbreitet hat.“ Siehe hierzu DANIEL DAENIKER/STEFAN WALLER, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: Rolf H. Weber (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Schriftenreihe des Europa Instituts der Universität Zürich, Bd. 41, Zürich/Basel/Genf 2003, 55 ff., 58.

mentarischen Debatten zur OR-Revision von 1936 hitzig darüber diskutiert wurde, ob ein bestimmter *Mindestnennwert* von Gesetzes wegen vorgeschrieben werden solle, um Kleinanleger vom Kauf von Aktien abzuhalten. Insbesondere Vertreter der Sozialdemokratischen Partei sprachen sich für einen hoch angesetzten Mindestnennwert aus.⁶³ In der Differenzbereinigung einigte sich das Parlament letztlich auf einen Mindestnennwert von 100.- CHF; kleiner gestückelte Aktien – der Ständerat hatte für einen Nennwert von 50.- CHF votiert – erachtete man hingegen aus volkswirtschaftlichen Gründen als nicht sinnvoll. NR Scherrer, der damalige Sprecher der Kommission für Wirtschaft und Abgaben betonte, „der kleine Mann solle Obligationen kaufen oder ein Sparheft eröffnen“.⁶⁴

Aus der „Grauen Vorzeit“ des Schweizerischen Kapitalmarktrechts lässt sich also *kein einheitliches Anlegerleitbild* herausdestillieren, zumal es meist sogar an einer klaren Ausrichtung auf den Anlegerschutz als Regelungsziel mangelt. In Einzelfällen – namentlich im Verbot von Prämienanleihen im Lotteriegesetz und mit Blick auf die Festsetzung eines relativ hohen Mindestnennwerts für Aktien im OR 1936 – lässt sich eine gewisse Hinneigung zu einem paternalistisch gefärbten Anlegerleitbild jedoch nicht leugnen.

2. *Paternalistisches Anlegerleitbild in der Gesetzgebung der 1960er-Jahre*

Im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs in der Nachkriegszeit fand eine zunehmende *Partizipation von Kleinsparern* auf den Märkten statt. Ein besonderes Wachstum erfuhren in dieser Zeit die sog. *Investmenttrusts*, die Vorläufer der Anlagefonds. Zwischen dem Kriegsende und Mitte der 1960er-Jahre hatte sich das Marktvolumen verdreissigfach⁶⁵ und Fonds zählten neben dem Sparbuch und den

⁶³ Anschaulich hierzu etwa das Votum NR FARBSTEIN, Sten.Bull. NR 1931, 267: „Aktien sind keine Obligationen; sie sind Handelspapiere. Man will nicht, dass der kleine Mann Aktien kaufen soll. Aktien sollen Wertpapiere sein, die diejenigen erwerben, die über bestimmte Mittel verfügen“.

⁶⁴ Sten.Bull. NR 1935, 163; Sten.Bull. SR 1935, 256. Zum Ganzen eingehend MARTIN LÜPOLD, *Der Ausbau der „Festung Schweiz“: Aktienrecht und Corporate Governance in der Schweiz, 1881-1961*, Diss. phil.-hist. Zürich 2008, Zürich 2010, 574.

⁶⁵ In der Botschaft des Bundesrates zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 23. November 1965, BBl 1965 III 258 ff., 267, wurde das Volumen per Ende 1963 auf fast

Kassaobligationen zu den gängigsten Formen der Kapitalanlage.⁶⁶ Plötzlich begannen jedoch die Volumina zu stagnieren und es zeichneten sich zudem vereinzelt Skandale ab.⁶⁷ Vertrauensbildende Massnahmen und mehr Rechtssicherheit waren gefragt, und so fand das Ansinnen des Bundesrats, die Anlagefonds in einem Spezialgesetz umfassend zu regeln, breite Zustimmung.

Das einzige Regulierungsziel des *Anlagefondsgesetzes von 1966* (aAFG)⁶⁸ war der Anlegerschutz. In der Botschaft schrieb der Bundesrat dazu:

„Der Entwurf zu einem Anlagefondsgesetz verfolgt keine wirtschaftspolitischen Zwecke, etwa die besondere Förderung der Anlagefonds oder deren Beschränkung, sondern den Schutz der Anleger. [...] Der Erlass eines Anlagefondsgesetzes ist in der Schweiz in erster Linie nötig, weil die Anlagefonds sich, gleich wie die Banken, an das breite Publikum wenden und sich öffentlich zur Annahme von Geldern empfehlen. Wenn die gewerbepolizeiliche Aufsicht des Staates über die Banken und die Versicherungen schon längst als notwendig erachtet wurde, weil diese Unternehmen die Spargelder des Publikums sammeln und verwalten, so ist es nicht minder notwendig, auch die Anlagefonds einer ähnlichen Aufsicht zu unterstellen.“⁶⁹

Anlagefonds sollten eine „mündelsichere“⁷⁰ Anlage darstellen und ausschliesslich auf die „Bedürfnisse und Interesse der Anleger“ ausgerichtet sein.⁷¹ Letzteres ver-

CHF 7 Mia. geschätzt; im Jahr 1946 war das gesamte Fondsvermögen noch auf rund CHF 246 Mio. beziffert worden.

⁶⁶ Im Vergleich dazu betrug das in Kassaobligationen gehaltene Kapital ca. CHF 10 Mia., das Gesamtvolumen von Spareinlagen sowie Depositen- und Einlageheften rund CHF 24 Mia.: Botschaft aAFG (Fn. 65), 276.

⁶⁷ Namentlich war es bei der Fondsgesellschaft Fonds Immobilières SA (FISA) zu betrügerischen Handlungen gekommen. Siehe hierzu CATRINA LUCHSINGER GÄHWILER, Der Vertrieb von Fondsanteilen, Diss. Zürich 2003, Zürich/Basel/Genève 2004, 92; PETER FORSTMOSER, Zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, überarbeitete und erweiterte Fassung des Probenvortrages vor der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich, in: Ernst Kilgus (Hrsg.), Bankwirtschaftliche Forschungen Bd. 6, Bern/Stuttgart 1972, 9.

⁶⁸ Bundesgesetz über die Anlagefonds (aAFG) vom 1. Juli 1966, in Kraft 1. Februar 1967; AS 1967 115 ff. Zum Entstehungsprozess siehe Botschaft des Bundesrates (Fn. 65); parlamentarische Verhandlungen: Sten.Bull. SR 1966, 150 ff., 215 ff., 228 ff.; Sten.Bull. NR 1966, 241 ff., 432 ff., 438 ff. Botschaft aAFG (Fn.65), 276.

⁶⁹ Botschaft aAFG (Fn.65), 276.
⁷⁰ PETER FORSTMOSER, in: Peter Forstmoser (Hrsg.), Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Zürich 1997 (zit. AFG-AUTOR), Art. 1 N 21.

⁷¹ Botschaft aAFG (Fn. 65), 280. Bekräftigt wurde dieses starke Bekenntnis zum Anlegerschutz in der Folge auch durch die bundesgerichtliche Rechtsprechung (siehe hierzu etwa BGE 116 Ib 84 E. 4d.

suchte der Gesetzgeber primär mittels restriktiver Anlagevorschriften bzw. durch Anlageverbote sicherzustellen: Erlaubt waren einzig Anlagen in marktgängigen Wertpapieren und Immobilienwerten sowie das Halten angemessener flüssiger Mittel; explizit verboten waren hingegen Anlagen in Warenpapieren.⁷² Weitere Elemente der im aAFG 1966 vorgesehenen *Anlegerschutzmassnahmen* waren das jederzeitige Rückgaberecht des Anlegers, Vorschriften, welche irreführende Werbung verhindern und natürlich die staatliche Beaufsichtigung durch die Eidgenössische Bankenkommision (EBK). Eine besondere Stellung nahm jedoch das Aussonderungsrecht für Anlagefondsinhaber im Konkurs der Fondsleitung ein.⁷³ Aus den Materialien⁷⁴ erhellt, dass die Investoren von Anlagefonds mit diesem Instrument annähernd so effektiv geschützt werden sollten, wie die Einleger nach BankG.⁷⁵

Das aAFG von 1966 enthält zwar *keine Legaldefinition des Anlegers*. Die Konzeption des Gesetzes und die Materialien erhellen jedoch sehr deutlich, dass sich der Gesetzgeber in seinen Arbeiten vom Bild des „Kleinsparers“ leiten liess.⁷⁶ Nach damaligem Verständnis waren Anleger „sozial schwach und unerfahren“⁷⁷ – um es

Weitere Hinweise bei BGE 93 I 480; 92 I 80; 110 II 82; 112 II 176) und durch die Praxis der Eidg. Bankenkommision EBK (EBK-Jahresbericht 1980, 40).

⁷² Art. 6 Abs. 2 und 3 aAFG, Art. 31 Abs. 2 aAFG. Explizit ausgeschlossen war ein Einsatz als Finanzierungsinstrument oder die Verfolgung einer unternehmerischen Tätigkeit. Aus diesem Grund durften höchstens 5% der Stimmen am gleichen Unternehmen gehalten werden (dies im Unterschied etwa zu den damals ebenfalls sehr verbreiteten Anleiensobligationen, bei welchen stets der Finanzierungszweck für das emittierende Unternehmen im Vordergrund stand). Zum Ganzen siehe FORSTMOSER (Fn. 67), 15.

⁷³ Art. 17 Abs. 1 aAFG sah vor, dass „Sachen und Rechte, die zum Anlagefonds gehören, [...] im Konkurs der Fondsleitung nicht zur Konkursmasse gezogen, sondern [zugunsten] der Anleger ausgesondert“ werden. Siehe hierzu Botschaft aAFG (Fn. 65), 37 f.; AFG-FORSTMOSER (Fn. 70), Art. 1 N 7; BRUNO GEIGER, *Der zivilrechtliche Schutz des Anlegers*, Diss. Zürich 1971, 118 ff.

⁷⁴ So betonte der Bundesrat in der Botschaft aAFG (Fn. 65), 49, dass die staatliche Aufsicht sowohl bei Banken wie auch bei Fondsleitungen „den Schutz der Gläubiger“ bezwecke. Noch pointierter: „Wenn die gewerbepolizeiliche Aufsicht des Staates über die Banken und die Versicherungsgesellschaften schon längst als notwendig erachtet wurde, weil diese Unternehmen die Spargelder des Publikums sammeln und verwalten, so ist es nicht minder notwendig, auch die Anlagefonds einer ähnlichen Aufsicht zu unterstellen. Das erfordert schon die Einheit der Rechtsordnung wie auch, vom Standpunkt der bereits unterstellten Unternehmen aus, die Rechtsgleichheit“: Botschaft aAFG (Fn. 65), 23.

⁷⁵ Der Gesetzgeber gab den Anlagefondsinhabern damit ein sehr effektives Instrument zum Schutz vor dem Emittenten- bzw. Gegenparteiisiko in die Hand. Noch heute heben sich die kollektiven Kapitalanlagen aufgrund dieses Sicherungsinstruments punkto Sicherheit von anderen Anlageformen, wie etwa strukturierten Produkten oder Anleiensobligationen, ab.

⁷⁶ Botschaft aAFG (Fn. 65), passim, insbes. 275.

⁷⁷ AFG-FORSTMOSER (Fn. 70), Art. 1 N 21. Siehe dazu auch FORSTMOSER (Fn. 67), 11: „Der Anlagefonds soll eine Form der Kapitalanlage vor allem auch für kleine Sparer sein“.

in den Worten PETER FORSTMOSERS zu sagen – und man ging davon aus, dass sie der „mächtigen Fondsleitung [...] mit „Hilflosigkeit und Unerfahrenheit“ gegenüberstünden, wie es das Bundesgericht im Jahr 1974 in BGE 110 II 60 ausdrückte.⁷⁸ Nicht zuletzt ging es dem Gesetzgeber aber auch darum, den „geschäftlich und rechtlich unerfahrenen“⁷⁹, ja „intellektuell überforderten Anleger“⁸⁰ vor sich selber und vor allzu „riskanten Investitionen“ zu schützen.⁸¹ In der Botschaft zum aAFG liest man dazu:

„Der Erwerb von Anteilscheinen eines Anlagefonds stellt [...] die weitaus einfachste Lösung des Anlageproblems dar: Indem sich der Anleger einer fachkundigen Fondsleitung anvertraut, ist er der Mühe enthoben, selber Aktien auszuwählen, das Börsengeschehen im Einzelnen zu verfolgen und immer wieder neue Entscheide zu treffen, die mehr oder weniger gefühlsmässig getroffen werden müssen und deren Richtigkeit bei aller Sorgfalt von vielen Zufälligkeiten abhängt.“⁸²

Zumindest aus dem damaligen Zeitgeist heraus ist das aAFG von 1966 als *sozialpolitisch motiviert*⁸³ zu verstehen, wobei das Schutzkonzept – insbesondere die weitreichenden Anlagerestriktionen und Anlageverbote – auch deutlich paternalistische

⁷⁸ BGE 100 II 55 ff., 60, E. 3a), Urteil der I. Zivilabteilung vom 20. März 1974 i.S. AFIT Aktiengesellschaft für Internationale Investment-Trusts und Mitbeteiligte gegen Schweizerische Treuhandgesellschaft. Die Aussage des Bundesgerichts bezog sich indes nicht auf Konflikte, die sich aus der institutionellen Vermögensverwaltung im Rahmen des Fonds ergeben, sondern auf die – damals vom Gesetz nicht geregelte – Frage der Klageberechtigung des Sachwalters. In diesem Kontext führte das BGer aus, „der einzelne Anteilinhaber wäre im Streit mit der mächtigen Fondsleitung und anderen haftpflichtigen Organen sich selbst, seiner Hilflosigkeit und Unerfahrenheit überlassen“.

⁷⁹ In den Augen von FORSTMOSER (Fn. 67), 11, war der Anlagefonds die ideale Lösung zur Lösung des Dilemmas, dass Private nur selten über umfassende Sachkenntnisse in Anlagedingen verfügten; denn bei der anlagefondsgebundenen Anlage wurden dem Sparer die anlagepolitischen Entscheide abgenommen und einer „sachkundigen Leitung“ übertragen. Abgesehen davon sollten dem kleinen Mann von der Strasse mit einer Anlage in Fonds jene Vorteile vermittelt werden, welche ansonsten nur von Investoren erschlossen werden konnten, welche über grosse Anlagevermögen verfügten.

⁸⁰ ANDREA E. MEIER, Anlegerschutz im schweizerischen Anlagefondsrecht im Vergleich mit dem europäischen Investmentrecht, Diss. Zürich 1993, 8 f.

⁸¹ „Unerfahrener, sozial schwacher Anleger, der vor sich selbst zu schützen ist“: AFG-FORSTMOSER (Fn. 70), Art. 1 N 44. Siehe hierzu auch: HEINZ-DIETER ASSMANN, Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, ZBB 1989, 49 ff., 56.

⁸² Botschaft aAFG (Fn. 65), 269.

⁸³ Später hat die Doktrin zur Bezeichnung dieser Regulierungsstrategie den Begriff des sog. „Sozialschutzkonzepts“ geprägt. Grundlegend hierzu: ASSMANN (Fn. 81), 56, 58; ZUFFEREY (Fn. 10), N 303; LUCHSINGER-GÄHWILER (Fn. 67), 7 m.w.H. Kritisch zum Ganzen, weil damit der Marktmechanismus zumindest teilweise ausser Kraft gesetzt werde, jedoch THOMAS WERLEN, Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechtes, Diss. Zürich 1994, 39 ff., 173 ff.

Züge aufwies. Auf dieser Grundlage ist für die gesamte, 25-jährige Geltungsdauer des aAFG⁸⁴ von einem *paternalistischen Anlegerleitbild* auszugehen, das sich am schutzbedürftigen Kleinsparer orientiert.

3. *Instrumentell-funktionales Anlegerleitbild in der Gesetzgebung der 1990er-Jahre*

In der Schweiz standen die 1990er-Jahre ganz im Zeichen von *Deregulierung und Liberalisierung*. Dabei handelte es sich um eine relativ späte Rezeption entsprechender Tendenzen, die in den USA unter Ronald Reagan und in Grossbritannien unter Margret Thatcher (Reaganomics & Thatcherism) schon viel früher eingesetzt hatten. Insgesamt führten die Deregulierungsbestrebungen zu einem verschärften Wettbewerb der verschiedenen Finanzplätze und beschleunigten die globale Verflechtung der Märkte.⁸⁵ Die *Globalisierung der Märkte* wurde zusätzlich durch den *technologischen Fortschritt* befeuert. Mit Inbetriebnahme der Elektronischen Börse Schweiz (EBS) im Jahr 1996 setzte die Schweiz zwar in technologischer Hinsicht entscheidende Standards.⁸⁶ Politisch und ökonomisch stand der Finanzplatz Schweiz in diesem veränderten Umfeld jedoch vor grossen Herausforderungen:⁸⁷ Das zeigte sich besonders augenscheinlich darin, dass zu Beginn der 1990er-Jahre ein beträchtlicher Teil⁸⁸ des Schweizer Fondsgeschäfts nach Luxemburg abwanderte.⁸⁹ Mit der Ablehnung des EWR-Abkommens durch das Volk im

⁸⁴ Das aAFG wurde per 1. Januar 1995 ersetzt durch das totalrevidierte Anlagefondsgesetz (AFG) von 1994. Näheres dazu unten, III.C.3.b).

⁸⁵ Zu diesen Entwicklungen vgl. Botschaft BEHG (Fn. 90), 1372.

⁸⁶ Eingehend hierzu: RICHARD T. MEIER/TOBIAS SIGRIST, *Der helvetische Big Bang, Die Geschichte der SWX Swiss Exchange*, Zürich 2006, passim.

⁸⁷ Illustrativ zu dieser Thematik: Bericht des Bundesrates über weitere Reformen im Zeichen der marktwirtschaftlichen Erneuerung vom 13. Juni 1994.

⁸⁸ Dieser „Exodus“ des Fondsgeschäfts nach Luxemburg zeigt sich anschaulich anhand folgender Zahlen: Zwischen 1991 und 2003 fiel der Anteil der in der Schweiz domizilierten und vertriebenen Fonds von 39% auf 15%; der Marktanteil der in Luxemburg domizilierten und in der Schweiz vertriebenen Fonds hingegen erhöhte sich von 47% auf 63%.

⁸⁹ Dafür waren vor allem zwei Umstände verantwortlich: Zum einen war der Standort Schweiz für das Fondsgeschäft steuerlich unattraktiv (Emissions- und Umsatzabgabe sowie Verrechnungssteuer), zum anderen hatte die erste EU-Richtlinie über Effektenfonds (OGAW-RL, Fn. 107) grosse Liberalisierungen im Bereich der Anlagepolitik mit sich gebracht, mit denen die geradezu paternalistische Regelung des aAFG 1966 nicht mehr mithalten vermochte. Zum Ganzen eingehend: Botschaft AFG 1994 (Fn. 104), 224 ff.; PETER FORSTMOSER, *Das Schweizerische Kapitalmarktrecht in Bewegung*, in: Ernst Kilgus/Heinz Zimmermann (Hrsg.), *Bankwirtschaftliche Konsequenzen neuerer Rechtsentwicklungen, Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschungen*, Bd. 156, Bern/Stuttgart/Wien 1992, 1 ff., insbes. 25 ff.

Dezember 1992 rückte für die Schweiz zudem eine Teilnahme am EU-Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen in weite Ferne. In diesem herausfordernden Umfeld erliess der Schweizer Gesetzgeber zwei Meilensteine des heutigen Finanzmarktrechts – das BEHG von 1995 und das totalrevidierte AFG von 1994.

a) Börsengesetz 1995

Als Zielsetzungen des BEHG 1995⁹⁰ werden heute in einem Atemzug jeweils der Anlegerschutz und der Schutz der Funktionsfähigkeit des Effektenmarktes, kurz: Funktionsschutz, genannt. Darüber geht oft vergessen, dass das BEHG insbesondere auch der *Standortpolitik* diene. Schon in der Botschaft des Bundesrates lässt sich nachlesen, dass die Schaffung eines einheitlichen, Eidgenössischen Börsengesetzes eine „angemessene Antwort auf die internationalen Entwicklungen und die globalen Verflechtungen der Finanzmärkte“⁹¹ darstelle und dass der „Stärkung der „Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz“ komme angesichts der veränderten Realien eine vorrangige Bedeutung zu.“⁹² Im Unterschied zum aAFG von 1966 standen beim Erlass des BEHG gesamtgesellschaftliche Interessen ganz deutlich über dem Schutz des Individuums. Diese fast paradigmatische *Werteverschiebung* von einem sozialpolitisch motivierten Individualschutz hin zu einem auf überindividuelle Interessen ausgerichteten, *funktionalen Anlegerschutz* zeigt sich besonders deutlich in folgenden drei Aspekten:

- *Primärmarkt*: Obwohl schon damals klar war, dass die Normen zu Prospektpflicht und -haftung des OR keine ausreichende Information für die Anleger sicherstellten,⁹³ wurde auf eine Regulierung des Primärmarkts im BEHG bewusst

⁹⁰ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG; SR 954.1); AS 1997 68; gestaffeltes Inkrafttreten per 1. Februar 1997 und 1. Januar 1998. Botschaft zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I 1369 ff. Parlamentarische Beratungen: Amtl. Bull. SR 1993 998-1014; NR 1994 1051-1066, 1069-1080; SR 1994 837-840, NR 1995 306-311, 580-582, SR 1995 351-353, NR 1995 1010, SR 1995 439, 1036 f.

⁹¹ Botschaft BEHG (Fn. 90), 1370.

⁹² Botschaft BEHG (Fn. 90), 1370, 1372, 1373.

⁹³ Die für die Vorarbeiten zuständige Expertengruppe hatte darauf hingewiesen, dass die geltenden Bestimmungen bezüglich Mindestinhalt des Emissionsprospektes „in Bezug auf Bilanzklarheit, Aktualität und Zukunftsaussichten des Emittenten und damit auf eine ausreichende Information des Anlegers zu wünschen übrig“ liessen. Sie räumte allerdings auch ein, dass dieser Mangel durch die Mindestanforderungen an die Publizität bei der Kotierung von Effekten bis zu einem gewissen Mass kompensiert werde. Botschaft BEHG (Fn. 90), 1376.

verzichtet. Der Bundesrat begründete das „Ausklammern“ von Fragen des Primärmarkts damit, dass der „schweizerische Finanzmarkt in scharfer Konkurrenz zum Euromarkt stehe“; man wolle zunächst abwarten, wie sich die Regulierung im umliegenden Europa weiterentwickle.⁹⁴ Für dieses Vorgehen sprachen sich in der Vernehmlassung schliesslich auch die Mehrheit der Kantone, der Parteien und der Verbände aus Gewerbe-, Industrie-, Banken- und Börsenkreisen aus.

- *Zweckartikel*: Im bundesrätlichen Entwurf war ursprünglich eine explizite Nennung des Anlegerschutzes als Zweck des BEHG vorgesehen gewesen.⁹⁵ Der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerates (WAK-S) ging diese Formulierung aber massiv zu weit; die Kommissionsmitglieder wollten eine überzogene Erwartungshaltung an den Schutzzumfang des Gesetzes verhindern⁹⁶ und konnten schliesslich eine Mehrheit im Parlament von einer deutlich abgeschwächten Formulierung überzeugen.⁹⁷ Dass dieser Entscheid des Parlaments in Zukunft Signalwirkung entfalten würde, vermutete schon damals Bundesrat OTTO STICH, der seine Enttäuschung über die massive Abschwächung des Zweckartikels kaum verhehlen konnte.⁹⁸
- *Informationspflicht von Art. 11 BEHG*: Auf Betreiben der WAK des Nationalrates hin⁹⁹ wurde auch die Informationspflicht des Effektenhändlers gegenüber

⁹⁴ Zum Ganzen siehe Botschaft BEHG (Fn. 90), 1379.

⁹⁵ Art. 1 E-BEHG: „Dieses Gesetz soll den Anleger schützen und die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte gewährleisten“.

⁹⁶ Die WAK-S befürchtete, der vom Bundesrat vorgeschlagene Wortlaut könnte den Eindruck vermitteln, das Gesetz wolle den Anleger umfassend, – namentlich auch vor Kursverlusten – schützen: Amtl.Bull. SR 1993, 1000 f., Amtl.Bull. NR 1994, 1057 f.

⁹⁷ Im geltenden Wortlaut des BEHG wird deshalb der Schutz der Anleger nunmehr indirekt erwähnt: „Dieses Gesetz regelt die Voraussetzungen für die Errichtung und den Betrieb von Börsen sowie für den gewerbmässigen Handel mit Effekten, um für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen. Es schafft den Rahmen, um die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte zu gewährleisten“ (Art. 1 BEHG).

⁹⁸ „Wir sind nach wie vor davon überzeugt, dass der Weg des Bundesrates der bessere Weg gewesen wäre. [...] Durch die Beratung hat das Gesetz zwar verschiedene Verbesserungen erfahren, aber es ist auch massiv verschlechtert worden. Im Zweckartikel beispielsweise spricht man jetzt nur noch von der Transparenz, aber nicht mehr vom Anlegerschutz. Wenn jemand dank der Transparenz nur noch feststellen kann, dass er offensichtlich nicht richtig behandelt worden ist, hilft ihm das nicht sehr viel [...]“: Amtl.Bull. NR 1994, 1057.

⁹⁹ Anschaulich hierzu folgendes Votum von EUGEN DAVID, Sprecher der WAK-N: „Der Bundesrat und der Ständerat wollen, dass der Effektenhändler den Kunden bei jedem einzelnen Geschäft auf das damit verbundene Risiko hinweist. Nach unserer Auffassung geht diese Pflicht zu weit. Man kann

der ursprünglich vom Bundesrat vorgesehenen Regelung¹⁰⁰ abgeschwächt.¹⁰¹ In der Praxis hatte dies weitreichende Konsequenzen: Geschuldet ist – anders als im Auftragsrecht – keine Aufklärung über konkrete Risiken einer Transaktion;¹⁰² Kunden gelten bereits als ausreichend im Sinne von Art. 11 BEHG informiert, wenn man ihnen eine standardisierte, von der Schweizerischen Bankiervereinigung erstellte Broschüre ausgehändigt hat.¹⁰³

b) Totalrevidiertes Anlagefondsgesetz 1994

Einen deutlichen Schwenker weg vom Individualschutz hin zum Funktionsschutz und insbesondere zur verbesserten Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz machte das Parlament auch bei der Totalrevision des AFG von 1994:¹⁰⁴ Als alleiniger Gesetzeszweck wurde zwar der Anlegerschutz genannt¹⁰⁵ – und interessanter-

nicht erwarten, dass die Banken [den Kunden] bei jedem einzelnen Geschäft [...] darauf hinweisen, mit diesem ganz bestimmten Handel seien die und die Risiken verbunden. Nach unserer Meinung muss es genügen, wenn die Bank darauf hinweist, dass mit einer bestimmten Geschäftsart, mit dem Handel mit bestimmten Aktien, mit bestimmten Obligationen bestimmte Risiken verbunden sind. [...] die Fassung des Bundesrates [überspannt] mit ihren Anforderungen den Bogen“: Amtl.Bull. NR 1994, 1057 ff.

¹⁰⁰ Nach dem Vorschlag des Bundesrates hätte die Konkretisierung des Pflichtenkatalogs von Art. 11 BEHG in Form von bewilligungspflichtigen AGB des Effektenhändlers erfolgen sollen: Vgl. Art. 11 E-BEHG; Botschaft BEHG (Fn. 90), 1405 f. Der Nationalrat lehnte diese präventive Administrativkontrolle durch die EBK jedoch mit überwiegender Mehrheit ab: Amtl.Bull. NR 1994, 1062 f.

¹⁰¹ Kritisch hierzu Bundespräsident OTTO STICH, der die Fassung des Bundesrates im Parlament mit folgenden Worten verteidigte: „[...] Wenn Sie sagen: „Der Effektenhändler hat gegenüber seinen Kunden: a eine Informationspflicht; er weist sie insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hin [...]“, so ist das keine Orientierung. Weshalb sollte man nur über eine bestimmte Geschäftsart orientieren? Wir sind der Auffassung, die Information müsse weiter gehen, und der Effektenhändler müsste die Verhaltensregeln gegenüber seinen Kunden in den allgemeinen Geschäftsbedingungen umschreiben. Deshalb bitte ich Sie, hier dem Ständerat zuzustimmen und nicht der Kommission des Nationalrates. Diese Formulierung ist zu allgemein, das bedeutet gar nichts im Hinblick auf die Kontrolle und die Informationspflicht“: Amtl.Bull. NR 1994, 1063.

¹⁰² Die Risikoaufklärung i.S.v. Art. 11 BEHG beinhaltet somit anders als der Prospekt keine Angaben über eine konkrete Transaktion, sondern nur Informationen über besondere Risiken einer bestimmten Geschäftsart.

¹⁰³ Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg), Besondere Risiken im Effektenhandel, 2008, (<www.swissbanking.org/11308_d.pdf>).

¹⁰⁴ Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (revAFG), in Kraft vom 1. Januar 1995 bis 31. Dezember 2006. Botschaft betreffend die Revision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 14. Dezember 1992, BBl 1993 I 217 ff. Parlamentarische Beratungen: Amtl.Bull. NR 1993, 2453; Amtl.Bull. SR 1994, 18.

¹⁰⁵ Art. 1 AFG 1994: „Dieses Gesetz bezweckt den Schutz der Anleger“. Es spricht Einiges dafür, dass diese Haltung ganz grundsätzlich dem damaligen Zeitgeist entsprach. Das zeigt sich etwa daran, dass

weise wurde der vom Bundesrat vorgeschlagene Wortlaut von den Eidgenössischen Räten diskussionslos gutgeheissen.¹⁰⁶ Aber inhaltlich bestand das Ziel der Totalrevision primär darin, die Schweizerische Gesetzgebung an die *liberalere Regulierung im Euroraum* (OGAW-Richtlinie¹⁰⁷) anzupassen. Das sollte primär durch eine Lockerung der Anlagevorschriften geschehen, etwa, indem auch risikoreichere Fonds dem Publikum zugänglich gemacht wurden.¹⁰⁸ Von paternalistischem, sozialpolitischem Anlegerschutz in Form von Anlagerestriktionen wollte das Parlament damals gar nichts mehr wissen. Zum Schutz der Anleger setzte man auf verschärfte Transparenz- und Publizitätspflichten und vertraute ganz auf das dem damaligen Zeitgeist entsprechende, liberale Informationsmodell.¹⁰⁹

c) Anlegerleitbild der 1990er-Jahre

Welche Schlüsse lassen sich daraus mit Blick auf das *Anlegerleitbild* der 1990er-Jahre ziehen? Sowohl aus dem BEHG 1995 als auch aus dem AFG 1994 lässt sich ein primär *instrumentell bestimmtes Menschenbild* herauslesen: Der Anleger ist primär rational agierender Funktionsträger im Hinblick auf die Verwirklichung eines als gesamtwirtschaftlich „nützlichen“, gut funktionierenden Finanzmarkts. Der neoklassische *homo oeconomicus* klingt sehr deutlich an,¹¹⁰ wenn der Bundesrat etwa in der Botschaft vom totalrevidierten AFG von 1994 plötzlich vom „mündigen Anle-

auch in entsprechenden Erlassen im Ausland der Anlegerschutz das primäre Regulierungsziel war, wengleich sich das dort – im Unterschied zum schweizerischen AFG – nur implizit ergab. AFG-FORSTMOSER (Fn. 70), Art. 1 N 7, erwähnt in diesem Kontext u.a. die Gesetzgebungen Deutschlands, Luxemburgs und die OGAW-Richtlinie der Europäischen Union (unten, Fn. 107).

¹⁰⁶ AFG-FORSTMOSER (Fn. 70), Art. 1 N 6. Dies ist umso bemerkenswerter, wenn man sich vor Augen führt, dass das Parlament im Rahmen der Beratung des Börsengesetzes heftige Diskussionen dazu führte, ob der Schutz der Anleger überhaupt einen eigenständigen Gesetzeszweck darstelle, oder ob der Individualschutz nur Mittel zum Zweck der Verwirklichung des Funktionsschutzes darstelle. Hierzu oben, III.C.3.a).

¹⁰⁷ EG-Richtlinie vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW; 85/611/EWG), ABl. L 375 vom 31. Dezember 1985, 3.

¹⁰⁸ Dabei ging es primär darum, den Katalog der zulässigen Anlagen zu erweitern (namentlich auf Gold, Wertpapiere, Devisen sowie Derivate) sowie innovative Anlagetechniken zuzulassen, welche der Risikoabsicherung bzw. der Ertragsoptimierung des Fondsvermögens dienen (z.B. Securities Lending). Zum Ganzen siehe EBK-Jahresbericht 1990, 53 f.

¹⁰⁹ Botschaft AFG (Fn. 104), 218, 226 f., 240, 252; AFG-FORSTMOSER (Fn. 70), Art. 1 N 23, N 36.

¹¹⁰ Schon LUCHSINGER GÄHWILER (Fn. 67), 89, hat im Kontext mit dem Anlegerbegriff des AFG 1994 auf das Leitbild des *homo oeconomicus* verwiesen.

ger“ spricht¹¹¹ oder wenn das damalige Kotierungsreglement der Schweizer Börse vorschreibt, dass der Prospekt dem „sachkundigen Anleger“ [...] „ein begründetes Urteil über die Vermögens-, Finanz- Ertragslage und die Entwicklungsaussichten des Emittenten sowie über die mit dem Valor verbundenen Rechte“ erlauben solle.¹¹²

Es gilt schliesslich darauf hinzuweisen, dass sich in der Schweiz bereits Mitte der 1990er-Jahre erste, wenn auch nur zaghafte Tendenzen hin zu einem nach *unterschiedlicher Schutzbedürftigkeit differenzierenden Anlegerschutz* abzeichnen: Immerhin hat Art. 11 Abs. 2 BEHG den Effektenhändler schon damals verpflichtet, bei der Information seiner Kunden deren Geschäftserfahrung und die fachlichen Kenntnisse zu berücksichtigen. Ausserdem galten professionelle Marktteilnehmer wie etwa Banken, Effektenhändler, Versicherungen und Pensionskassen nach Art. 3 Abs. 6 BEHV nicht als Kunden; ergo können sich professionelle Marktteilnehmer gegenüber Effektenhändlern nicht auf die Verhaltensregeln von Art. 11 BEHG berufen.¹¹³

4. *Differenziertes Anlegerleitbild in der Gesetzgebung der 2000er-Jahre*

Kaum zehn Jahre später hatte sich das Parlament erneut intensiv mit Fragen des Anlegerschutzes auseinanderzusetzen. Und zwar ging es erneut darum, das für Anlagefonds geltende Recht total zu revidieren und in Gestalt des neuen Kollektivanlagen-

¹¹¹ Botschaft AFG (Fn. 104), 226: „Das [aAFG 1966] will den Schutz des Anlegers vor allem durch eine Restriktion der Anlagemöglichkeiten gewährleisten und strebt damit eigentlich den Schutz des Anlegers vor sich selber an. Das neue Schutzkonzept dagegen geht von anderen Grundlagen aus. Angesprochen ist der mündige Anleger, dem grundsätzlich verschiedenste Investitionsmöglichkeiten offenstehen. Den damit zum Teil verbundenen erhöhten Risiken wird mit erhöhten Anforderungen an die Fondsträger sowie ausgebauten Informations- und Publikationsvorschriften und damit besserer Transparenz begegnet“. Hierzu eingehend auch AFG-FORSTMOSER (Fn. 70), Art. 1 N 23 f. m.w.H.

¹¹² Art. 32 Kotierungsreglement SWX Swiss Exchange (Fassung 1996); Art. 27 i.V.m. Art. 32 Kotierungsreglement SIX Swiss Exchange (Fassung 2010).

¹¹³ Dieser Differenzierungsgedanke geht ursprünglich zurück auf Art. 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993 (Richtlinie 1993/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, „ISD“, ABl. L 141 vom 11. Juni 1993, 27 ff. [am 30. April 2004 aufgehoben und ersetzt durch EU-MiFID (2004/39/EG)]), welche unterschiedlich strenge „Wohlverhaltensregeln“ gegenüber verschiedenen Kundengruppen (Kleinanleger vs. institutionelle Kunden) eingeführt hatte. Zum Ganzen eingehend: CHRISTOPH BENICKE, Wertpapiervermögensverwaltung, Habil. Heidelberg 2002, Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht, Bd. 84, Tübingen 2006, 410.

gesetzes (KAG 2006)¹¹⁴ den veränderten Realitäten auf den Märkten anzupassen. Inhaltlich stand diese gesetzgeberische Phase ganz im Zeichen der *Konsolidierung*, denn primär wurden damit die bisherigen regulatorischen Stossrichtungen der 1990er-Jahre verfestigt:

- Zum einen verfolgte der Gesetzgeber mit dem KAG 2006 das Ziel, die *Wettbewerbsfähigkeit* des Fondsstandortes Schweiz vor dem Hintergrund einer grundlegend veränderten Regulierungslandschaft in der EU zu erhalten.¹¹⁵ Zu diesem Zweck wurden mit dem KAG 2006 die gesetzlichen Grundlagen zur Einführung gesellschaftsrechtlich strukturierter Formen der kollektiven Kapitalanlagen geschaffen, welche in den umliegenden europäischen Märkten – namentlich auf dem Fondsplatz Luxemburg – bereits grosse Verbreitung erlangt hatten.¹¹⁶ Aufgrund einer weiteren, sehr bedeutenden regulatorischen Weiterentwicklung in der EU sah sich der Schweizer Gesetzgeber allerdings nur gerade fünf Jahre nach dem Inkrafttreten des KAG 2006 bereits zu einer ersten Teilrevision gezwungen (revKAG 2012).¹¹⁷ Mit dem Erlass der AIFM-Richtlinie¹¹⁸ hatte die EU nämlich neue Vorschriften für die Portfoliomanager von alternativen Investmentfonds eingeführt, welche die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen durch Schweizer Finanzdienstleister im Bereich der Verwahrung, der Verwaltung und dem Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen für die

¹¹⁴ Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (KAG; SR 951.31), in Kraft 1. Januar 2007 (AS 2006 5379). Botschaft des Bundesrates vom 23. September 2005, BBl 2005 6395 ff. (<www.admin.ch/ch/d/ff/2005/index0_43.html>); Parlamentarische Beratungen: Amtl.Bull. NR 2006 54, 1146; Amtl.Bull. SR 2006, 341, 617 (<www.parlament.ch/d/suche/seiten/geschaeft.aspx?gesch_id=20050072>).

¹¹⁵ Konkret ging es um den inhaltlichen Nachvollzug der Richtlinien 2001/107/EG und 2001/108/EG. Siehe hierzu Botschaft KAG 2006 (Fn. 114), 6396, 6407.

¹¹⁶ Eingeführt wurden die Investmentgesellschaft mit variablem (SICAV) bzw. mit festem Kapital (SICAF – diese waren bisher nur börsenrechtlich reguliert gewesen) sowie die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KKK). Siehe hierzu Botschaft KAG 2006 (Fn. 114), 6420 ff.

¹¹⁷ Botschaft über die Änderung des Kollektivanlagengesetzes (KAG) vom 2. März 2012, BBl 2012 3639 (<www.admin.ch/ch/d/ff/2012/3639.pdf>), 3641. Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG), Änderung vom 28. September 2012; AS 2013 585.

¹¹⁸ Richtlinie 2011/61/EU vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), in Kraft 21. Juli 2011 (Umsetzung in nationales Recht bis 22. Juli 2013), Abl. L 171/4 vom 1. Juli 2011 (<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:DE:PDF>>).

Zukunft ernsthaft in Frage stellten.¹¹⁹ Das Ziel der Revision (revKAG 2012) bestand deshalb darin, eurokompatible Regelungen zu schaffen, um den Schweizer Finanzdienstleistern mit Hilfe des Äquivalenzarguments den *Marktzugang* in die EU zu sichern und deren Abwanderung in EU-Staaten zu verhindern.¹²⁰

- Konsolidierung im Sinne von Festigung und Stärkung bezweckte der Gesetzgeber zum anderen aber auch mit Blick auf den Anlegerschutz. Ganz deutlich zeigte sich das daran, dass der Gesetzgeber im KAG 2006 erstmals Vorgaben zum öffentlichen Vertrieb von strukturierten Produkten¹²¹ erlassen hat.¹²² Eine Konsolidierung der bisherigen gesetzgeberischen Stossrichtung manifestierte sich aber auch noch in einer weiteren Hinsicht: Das Konzept des differenzierten Anlegerschutzes,¹²³ das im BEHG erst in der Grundtendenz erkennbar gewesen war,¹²⁴ wurde im KAG 2006, und noch verstärkt im revidierten KAG 2012, konsequent umgesetzt. Bei Kunden, die der Gesetzgeber aufgrund besonderer Eigenschaften als wenig schutzbedürftig einschätzt – das Gesetz spricht hier neu von „qualifizierten Anlegern“¹²⁵ – wurden regulatorische Erleichterungen mit Blick auf Produkte, Vertrieb und die Anbieter von kollektiven Kapitalanlagen

¹¹⁹ Botschaft revKAG 2012 (Fn. 117), 3641, 3647, 3649. Ohne die Einführung einer Bewilligungspflicht im revKAG 2012 hätten Schweizer Institute ab Mitte 2013 nicht mehr als Vermögensverwalter für europäische kollektive Kapitalanlagen tätig sein dürfen. Das Portfoliomanagement stellt einen für den Finanzplatz Schweiz sehr bedeutenden Teil der Wertschöpfungskette dar; vor diesem Hintergrund ist die dringliche Anhandnahme der KAG-Revision 2012 zu verstehen.

¹²⁰ Die FINMA hat zu diesem Zweck eine entsprechende Kooperationsvereinbarung mit der European Securities and Markets Authority (ESMA) abgeschlossen. Siehe FINMA Medienmitteilung vom 3. Dezember 2012 (<www.finma.ch/d/aktuell/Seiten/mm-mou-esma-finma-20121203.aspx>).

¹²¹ Nachdem strukturierte Produkte lange Zeit ausschliesslich im professionellen Interbankengeschäft präsent gewesen waren, etablierten sie sich um die Jahrtausendwende auch als Anlageprodukte für Kleinanleger. Ähnlich wie die Anlagefonds in den 1950er- und 1960er-Jahren erfuhr dieser Markt zunächst ein gewaltiges Wachstum, welches jedoch durch den Vertrauensverlust vieler Anleger im Zuge der Krise massiv gebremst wurde.

¹²² Zur Entwicklung der Regulierung von strukturierten Produkten siehe statt vieler MIRJAM EGGEN, *Strukturierte Produkte im schweizerischen Recht – Eine Untersuchung möglicher regulatorischer Ergänzungen*, SZW 2011, 121 ff. Zur Rechtslage vor Erlass des KAG 2006 siehe FRANCA CONTRATTO, *Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht*, Diss. Freiburg i.Ue. 2006, passim.

¹²³ Vgl. Botschaft KAG 2006 (Fn. 114), 6397: „Schliesslich wird der Anlegerschutz auf das Schutzbedürfnis der Anlegerinnen und Anleger ausgerichtet, indem zwischen „gewöhnlichen“ und „qualifizierten“ Anlegerinnen und Anlegern unterschieden wird. Zudem sollen deren Rechte gestärkt und die Transparenz zusätzlich verbessert werden“.

¹²⁴ Oben, III.C.3.c), insbes. Fn. 113.

¹²⁵ Art. 10 Abs. 3 KAG. Eingehend hierzu HEIDI ERIKA GYSI, *Die qualifizierten Anleger im Kollektiv-anlagenrecht*, Diss. Bern 2011, Zürich/St. Gallen 2013, passim.

eingeführt.¹²⁶ Der Schutz der nicht qualifizierten „Publikumsanleger“ wurde hingegen mindestens beibehalten und punktuell sogar noch verbessert.

Mit der während der 2000er-Jahre neu geschaffenen Kollektivanlagegesetzgebung hat sich das Konzept des nach unterschiedlichem Schutzbedürfnis differenzierenden Anlegerschutzes definitiv etabliert. Das bedeutet umgekehrt, dass es unter geltendem Recht *kein einheitliches, sondern mehrere Anlegerleitbilder* gibt. Die besondere Herausforderung liegt unter diesem Regime darin, die verschiedenen Leitbilder bzw. Anlegerkategorien mittels sinnvoller Kriterien voneinander abzugrenzen. Wie schwierig und insbesondere auch politisch umstritten¹²⁷ diese Abgrenzung zuweilen sein kann, hat sich im Rahmen der soeben abgeschlossenen Revision der Kollektivanlageverordnung (revKKV 2013)¹²⁸ nur allzu deutlich gezeigt.¹²⁹

Selbst wenn mit der KAG-Revision 2012 u.a. eine Stärkung des Anlegerschutzes verfolgt wurde, so klingt die parlamentarische Debatte zu dieser Vorlage von ihrer Tonalität her doch in vielen Teilen wie eine *Reminiszenz* an das nüchtern gehaltene, *instrumentell-funktional ausgerichtete Anlegerleitbild* der 1990er-Jahre.¹³⁰ Sehr anschaulich manifestiert hat sich das in der Diskussion dazu, ob Vermögensverwaltungskunden tatsächlich ein ebenso geringes Schutzbedürfnis wie etwa Banken und Effektenhändler aufweisen und ob sie deshalb als qualifizierte Kunden gelten sollen. Diese Lösung galt bereits unter dem KAG 2006; aus Anlegerschutzgründen, aber auch, weil diese Lösung nicht den geltenden EU-Standards unter MiFID entsprach, wollte der Bundesrat die Vermögensverwaltungskunden im Rahmen der KAG-Revision 2012 neu der Kategorie der Publikumsanleger zuweisen.¹³¹ Das Parlament

¹²⁶ Geringere regulatorische Anforderungen bestehen z.B. mit Blick auf Dokumentationspflichten für Produkte sowie hinsichtlich der Verhaltensregeln im Vertrieb. Ausserdem dürfen bestimmte Produkte, welche zum öffentlichen Vertrieb nicht zugelassen sind, an qualifizierte Anleger verkauft werden. Zum Ganzen eingehend MIRJAM EGGEN/CHRISTIAN STAUB, Kundensegmentierung – Panacea oder Abschied vom mündigen Anleger?, GesKR 1/2012, 55 ff., insbes. 57.

¹²⁷ Besonders viele Kontroversen hat die Frage ausgelöst, ob die Kunden von unabhängigen Vermögensverwaltern effektiv ein derart geringes Schutzbedürfnis aufweisen, dass sie deshalb a priori als qualifizierte Anleger gelten sollen, dazu sogleich im Text.

¹²⁸ Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV; SR 951.311), Änderung vom 13. Februar 2013, in Kraft 1. März 2013; AS 2013 607.

¹²⁹ Für eine eingehende Diskussion dieser Frage siehe unten, IV.A.

¹³⁰ Dazu oben, III.C.3.c).

¹³¹ Botschaft revKAG 2012 (Fn. 117), 3653: „[...] entsprechend den europäischen Vorschriften [soll] die Kategorie der qualifizierten Anlegerinnen und Anleger künftig konsequent von der Kategorie der

entschied jedoch anders und behielt die Qualifikation von Vermögensverwaltungskunden als qualifizierte Anleger – namentlich unter Berufung auf den „*mündigen und verantwortungsbewussten Menschen*“¹³² – bei. Zum Schutz der Kunden sahen die Räte immerhin ein sog. *Opting-in* vor (Art. 10 Abs. 3ter KAG); danach kann ein Vermögensverwaltungskunde schriftlich erklären, dass er wie ein nicht qualifizierter Publikumsanleger behandelt werden wolle.¹³³ Im Parlament wurde diese Lösung vor allem mit der Wahrung grösstmöglicher Wahlfreiheit für den einzelnen Anleger begründet, zumal gewisse Produkte nur an qualifizierte Anleger verkauft werden dürften;¹³⁴ bei einer endgültigen „Herunterstufung“ von Vermögensverwaltungskunden in die Kategorie der Publikumsanleger wäre dieses Produktsegment für Vermögensverwaltungskunden nicht mehr zugänglich gewesen. Gerade dieser Hintergrund erhellt, dass die vom Parlament verabschiedete Lösung ganz besonders auch im Interesse der heimischen Finanzindustrie – seien es nun Produzenten von Kollektivanlagen oder Vermögensverwalter – liegt, und zur Stärkung des Fondsplatzes Schweiz beitragen soll. Darin zeigt sich, dass auch der Gesetzgebung der 2000er-Jahre nicht nur ein differenziertes, sondern zumindest teilweise auch ein *funktional ausgerichtetes Anlegerleitbild* zugrunde liegt.¹³⁵

Publikumsanlegerinnen und -anleger getrennt werden. Diese Trennung der Anlegerkategorien entspricht auch der von der FINMA in ihrem „FINMA-Vertriebsbericht 2010“ geforderten Kundensegmentierung in Anlehnung an die europäische Prospektrichtlinie und die MiFID“. Vgl. hierzu auch Botschaft revKAG 2012 (Fn. 117), 3663 ff.

¹³² Votum SR FREITAG, Amtl.Bull. 2012 556: „[...] Ich staune etwas, wenn in unserem politischen System, wo jede Stimmbürgerin, jeder Stimmbürger über grundlegende, durchaus auch komplexe Fragen die Zukunft dieses Landes betreffend entscheiden kann, der gleiche Stimmbürger, die gleiche Stimmbürgerin bei so einer Gesetzesberatung dann dauernd als völlig unmündig und vom Staat zu schützend dargestellt wird. Gerade unser System basiert ja schliesslich auf mündigen und verantwortungsbewussten Menschen“.

¹³³ Art. 10 Abs. 3^{ter} revKAG 2012: „Anlegerinnen und Anleger, die einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag [...] abgeschlossen haben, gelten als qualifizierte Anlegerinnen und Anleger, sofern sie nicht schriftlich erklärt haben, dass sie nicht als solche gelten wollen“.

¹³⁴ Siehe hierzu etwa Votum SR BISCHOF, Amtl.Bull. 2012 556: „[...] Es bleibt bei der Regel, dass [die Anlegerin] entscheiden kann, in welchem Bereich sie anlegen will, nur im Bereich Konsumentenprodukte mit kleinem Risiko oder im ganzen Feld, oder aber dass die Anlegerin dem Vermögensberater erklären kann, sie wolle eben – ich sage es einmal so – als Konsumentin behandelt werden, also unter dem vollen Schutz nur risikoarme Produkte bekommen. Ich glaube, dass diese Opting-out-Klausel, die im Übrigen von der Verwaltung indirekt vorgeschlagen worden ist, ein guter Kompromiss ist [...]. Dann haben wir die Freiheit der Anlegerin erreicht und gleichzeitig die Möglichkeit für sie, sich erhöhtem Schutz zu unterstellen.

¹³⁵ Dazu oben, III.C.3.c).

5. Differenziertes Anlegerleitbild mit paternalistischem Einschlag in der Gesetzgebung der nahen Zukunft

Auch wenn seit dem Ausbruch der Finanzkrise schon bald fünf Jahre vergangen sind, steckt die gesetzgeberische Krisenbewältigung in der Schweiz noch ziemlich in den Kinderschuhen.¹³⁶ Konturen möglicher Lösungsvorschläge zur Verbesserung des Anlegerschutzes finden sich zwar in zwei umfassenden Berichten der FINMA aus den Jahren 2010 und 2012.¹³⁷ Deren gesetzgeberische Umsetzung wird allerdings erst im Rahmen eines umfassenden Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) erfolgen, das nach heutiger Planung im Jahr 2018 in Kraft treten soll.¹³⁸ Mit Blick auf das *Anlegerleitbild der Zukunft* von besonderem Interesse sind folgende Reformvorschläge:

- *Produkte*¹³⁹: Für komplexe Finanzprodukte,¹⁴⁰ die sich an nicht qualifizierte Anleger richten, soll ein sog. „*Key Investor Document*“ (KID) Pflicht werden, das in

¹³⁶ Im Ausland – namentlich in den USA mit dem Erlass des 2010 Dodd-Frank Wall Street Reform and Customer Protection Act (H.R. 4173) oder in Deutschland mit dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG 2011) – wurden die entsprechenden Reformen zur Wiederherstellung des Anlegervertrauens hingegen regelrecht durchgepeitscht. Die zur Sicherstellung der Systemstabilität erforderlichen Reformen hat der Schweizer Gesetzgeber im Rahmen der sog. „Too Big to Fail“-Vorlage jedoch äusserst zügig anhand genommen. Siehe hierzu: HANS CASPAR VON DER CRONE/LUKAS BEELER, Die Regulierung von systemrelevanten Finanzinstituten nach schweizerischem Recht, ZBB 1/2012, 12-20.

¹³⁷ FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden, Stand, Mängel und Handlungsoptionen, Oktober 2010 (FINMA-Vertriebsbericht); FINMA, Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten, Februar 2012 (FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln).

¹³⁸ Der Bundesrat beauftragte am 28. März 2012 das Eidgenössische Finanzdepartement, in Zusammenarbeit mit dem Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartement und der FINMA eine Vernehmlassungsvorlage für ein Finanzdienstleistungsgesetz zu erarbeiten. Primäres Ziel des Projekts ist die Verbesserung des Kundenschutzes sowie eine Vereinheitlichung der geltenden finanzmarktrechtlichen Regelungen. Am 18. Februar 2013 hat die Steuerungsgruppe die Eckwerte der geplanten Vorlage im Rahmen eines Hearingberichts veröffentlicht und den interessierten Kreisen zur Stellungnahme unterbreitet (<www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/02686/index.html?lang=de>).

¹³⁹ Eine grosse Verbesserung gegenüber dem geltenden Recht verspricht man sich zudem von einheitlichen Regeln zur Prospektpflicht und –haftung für alle öffentlich vertriebenen Produkte, wobei vermutlich auch eine vorgängige, behördliche Prospektprüfung eingeführt werden soll. Damit würde sich die Schweiz an die in der EU schon seit Jahren geltenden Standards annähern und die Frage der Regulierung des Primärmarkts, die man bereits im Vorfeld zum Börsengesetz Mitte der 1990er-Jahre heftig diskutiert hatte (oben, III.C.3.a)), insbes. Fn. 93 und Fn. 94) fände endlich eine kohärente Lösung.

¹⁴⁰ Siehe hierzu die Definition im Hearingbericht FIDLEG (Fn. 138), 4. Definitiv dürften strukturierte Produkte, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen sowie Versicherungsprodukte mit Anlagecharakter unter den Begriff der komplexen Finanzprodukte fallen.

knapper und gut lesbarer Form über die wesentlichen Eigenschaften eines Finanzprodukts informiert.¹⁴¹ Der Vorschlag der FIDLEG-Steuerungsgruppe orientiert sich ganz eindeutig am Vorbild der EU-Richtlinie für Packaged Retail Investment Products (PRIIPs)¹⁴² und sieht vor, dass KIDs mit Blick auf Ausgestaltung, Inhalt, Reihenfolge und Länge des Dokuments nach einheitlichen Vorgaben erstellt werden müssen.¹⁴³ *Standardisierung* heisst hier also das Zauberwort.

- *Vertrieb*: Im Bereich des Vertriebs schwebt dem Gesetzgeber hingegen eine auf die *individuellen Bedürfnisse und Eigenheiten* des jeweiligen Kunden *massgeschneiderte Anlageberatung* vor,¹⁴⁴ wobei noch nicht klar ist, wie eng sich FIDLEG 2018 an die in der EU geltenden Vorgaben zur Angemessenheits- und Eignungsprüfung unter MiFID¹⁴⁵ anlehnen wird. Sollte es zu einer weitgehenden Übernahme von EU-Standards kommen,¹⁴⁶ sind Anlageberater in Zukunft dazu verpflichtet, äusserst umfangreiche Informationen über ihre Kunden einzuholen und diese regelmässig zu aktualisieren. Die in der EU verlangten Informationen reichen von finanziellen Verhältnissen,¹⁴⁷ Informationen zur beruflichen¹⁴⁸ und familiären Situation¹⁴⁹ bis hin zu Angaben über persönliche Eigen-

¹⁴¹ Hearingbericht FIDLEG (Fn. 138), 13 ff.

¹⁴² Vorschlag der Kommission COM(2012) 352 vom 3. Juli 2012 für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte, sog. Packaged Retail Investment Products, PRIIPs (<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0352:FIN:DE:PDF>>). Das Inkrafttreten ist noch offen, zumal die Zustimmung von Rat und Parlament noch aussteht.

¹⁴³ Damit soll den Anlegern ein Vergleich verschiedener Produkte ermöglicht werden, Hearingbericht FIDLEG (Fn. 138), 13 ff. Gemäss Entwurfstext von EU-PRIIPs (Fn. 142) darf ein KID nicht länger als zwei A4-Seiten sein, es muss in einfacher Sprache abgefasst und absolut einheitlich aufgebaut sein. Es muss zudem eine Risikoklassierung des fraglichen Produktes auf einer Skala von 1-7 enthalten.

¹⁴⁴ Hearingbericht FIDLEG (Fn. 138), 17 ff.

¹⁴⁵ Diese Vorgaben werden nicht nennenswert durch die im Rahmen von MiFID II diskutierten Änderungen tangiert. MiFID II wird aktuell im Trilog zwischen dem EU-Parlament, dem Rat und der Kommission verhandelt. Das Gesetzgebungsverfahren soll in der zweiten Jahreshälfte 2013 abgeschlossen werden, so dass die geänderte Richtlinie im Jahr 2014 in Kraft treten könnte, mit voraussichtlicher Umsetzungspflicht ab 2015.

¹⁴⁶ Siehe hierzu ESMA, Europäische Wertpapieraufsicht (ESMA), Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID-Anforderungen an die Eignung (ESMA/2012/387), Juni 2012 <www.esma.europa.eu/system/files/2012-387_de.pdf>.

¹⁴⁷ Die Leitlinien der ESMA (Fn. 146) erwähnen u.a. regelmässige finanzielle Verpflichtungen, wie etwa Unterhaltszahlungen.

¹⁴⁸ Hier könnte namentlich ein Verlust des Arbeitsplatzes von Bedeutung sein.

¹⁴⁹ Diesbezüglich ist an Trennung, Scheidung zu denken. Die Leitlinien der ESMA (Fn. 146) verweisen in diesem Kontext aber auch auf einen etwaigen Studienbeginn von Kindern.

schaften des Kunden. Anders als im Bereich der Produktregulierung wird somit bei den Verhaltensregeln im Vertrieb eine sehr weitgehende *Individualisierung* der Einzelfallumstände Platz greifen.

Für die in den kommenden Jahren bevorstehende Phase der Krisenbewältigung ist aufgrund folgender Überlegungen von einem *differenzierten Anlegerleitbild mit paternalistischem Einschlag* auszugehen: Auf der einen Seite zeichnet sich im Bereich der Vertriebsregulierung ab, dass der Gesetzgeber die Regulierung in Zukunft noch stärker nach dem jeweiligen Schutzbedürfnis von Anlegern abstufen wird. Die Differenzierung zwischen gewöhnlichen Publikumsanlegern und qualifizierten Anlegern mit besonderen Fachkenntnissen wird somit immer wichtiger. Auf der anderen Seite kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, dass mit Blick auf den Schutz des Anlegerpublikums im Zusammenhang mit Anlageprodukten ein leicht paternalistischer „Backlash“ stattfindet. Gewisse Interferenzen zu herkömmlichen Ansätzen des Konsumentenschutzes scheinen auf, wenn Kunden über „Risiken und Nebenwirkungen“ komplexer Finanzprodukte ähnlich wie bei Arzneimitteln mit einem schlicht gefassten „Beipackzettel“ aufgeklärt werden sollen. Ob der Gesetzgeber damit einer gefährlichen Verharmlosung von Anlagegeschäften Schützenhilfe leistet, oder ob er damit einen wirksamen Beitrag zum „investor empowerment“ und zu erhöhter Eigenverantwortung des Einzelnen leistet, wird sich indes erst in Zukunft abschliessend beurteilen lassen.

IV. Thesen zur künftigen Rolle abstrakter Leitbilder in der Anlegerschutzregulierung

Mit Blick auf die Bedeutung des Anlegerleitbilds zeichnen sich für die Zukunft *zwei diametral entgegengesetzte Entwicklungslinien* ab:

A. Wachsende Bedeutung abstrakter Anlegerleitbilder in der Produktregulierung

Im Bereich der produktbezogenen Regulierung wird die Bedeutung normativer Leitbilder aller Voraussicht nach wachsen. Für all jene Finanzprodukte, bei denen zumindest potentiell die Möglichkeit von Publikumskontakt besteht, wird der ominöse „Durchschnittsanleger“ zum fiktiven Benchmark für die Verständlichkeit von Pros-

pekten und anderen Informationsdokumenten über Anlageprodukte. Die Tendenz der Zukunft geht somit ganz deutlich in Richtung *Abstrahierung*, ja sogar hin zu einer „holzschnittartigen Schutzbedürftigkeitsbeurteilung“¹⁵⁰, wie sie bislang primär im Konsumentenschutzrecht verbreitet war. Welche weiteren *Herausforderungen* sind mit dieser Abstrahierung verbunden?

Bei der Konzipierung der Anforderungen an Informationsdokumente und Werbematerial für Finanzprodukte wäre der Gesetzgeber gut beraten, die neuesten Erkenntnisse der *verhaltensökonomischen Forschung* angemessen zu berücksichtigen. Nur so können unerwünschte Effekte, wie etwa der „information overload“¹⁵¹, vermieden werden und gleichzeitig sichergestellt werden, dass die von den Finanzinstituten bereitgestellten Informationen sich tatsächlich am Wissens- und Erfahrungshorizont der Mehrheit des Anlegerpublikums orientieren. Vermutlich wird der Gesetzgeber nicht darum herumkommen, „Prototypen“ von Informationsdokumenten im Rahmen empirischer Markttests zu evaluieren.¹⁵²

Schwierigkeiten bereitet im Weiteren die Festlegung von *Abgrenzungskriterien* für die Unterscheidung zwischen schutzbedürftigen Publikumsanlegern und qualifizierten Anlegern. Es ist fraglich, ob der Bundesrat mit dem soeben verabschiedeten, revidierten Text der KKV¹⁵³ tatsächlich das Ei des Kolumbus gefunden hat.¹⁵⁴ Wäre es für die Schweiz nicht allenfalls sogar sinnvoller, in Zukunft auf dieselben Krite-

¹⁵⁰ VOGEL (Fn. 32), 279.

¹⁵¹ Zum „information overload“ siehe eingehend THOMAS MÖLLERS/EVA KERNCHEN, Information Overload am Kapitalmarkt, Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis, ZGR 1/2011, 1 ff. Zu Verhaltensanomalien von Anlegern siehe den Beitrag von MARTIN BRENNCKE in diesem Tagungsband.

¹⁵² Derartige Tests sind namentlich etwa im US-amerikanischen Dodd Frank-Act (Fn. 136), Section 1032, vorgesehen. Zudem wurden vorgängig zur Einführung von KID in der EU umfangreiche Konsumententests durchgeführt. Nachweise hierzu bei FRANCA CONTRATTO, FINMA-Vertriebsbericht 2010 – Ein Hoffnungsschimmer am Horizont für die Anleger, Jusletter, 02.05.2011, 7 Fn. 57.

¹⁵³ Siehe hierzu revKKV 2013 (Fn. 128).

¹⁵⁴ Anders als in der EU ist es in der Schweiz nach wie vor möglich, einen Kunden allein aufgrund seines verfügbaren Anlagevermögens als qualifizierten Anleger zu behandeln. Siehe hierzu Art. 6 Abs. 1 lit. b revKKV 2013. Immerhin muss man einräumen, dass dort die Schwelle mit CHF 5 Mio. relativ hoch angesetzt wurde. Der „Standardfall“ wird somit ein Privatkunde sein, der einerseits über gewisse Erfahrungen und Kenntnisse verfügt (Art. 6 Abs. 1 lit. a Ziff. 1 KKV) und andererseits ein Anlagevermögen von mindestens CHF 500'000 nachweisen kann (Art. 6 Abs. 1 lit. a Ziff. 2 KKV).

rien abzustellen, wie die EU?¹⁵⁵ Ungelöst ist in der Schweiz zudem die Abgrenzungsproblematik mit Blick auf mittelständische Unternehmen und kleinere Gemeinwesen.¹⁵⁶ Dass gerade letztere eine sehr hohe Risikoexposition auf den Märkten aufweisen, hat sich anhand der desaströsen Zinswettskandale in Italien und Deutschland nur allzu deutlich gezeigt.¹⁵⁷

B. Abkehr von abstrakten Leitbildern hin zur Einzelfallbeurteilung in der Vertriebsregulierung

Eine gegenläufige Tendenz lässt sich bei der Regulierung von Vertriebsdienstleistungen beobachten: Hier geht die Entwicklung immer mehr weg von hypothetisch-abstrakten Anlegerleitbildern hin zu *massgeschneiderten Kundenprofilen*, welche auf den konkreten Umständen des Einzelfalls basieren. Die Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten, die ein Intermediär beim Vertrieb von Finanzprodukten einhalten muss, variieren deshalb von Fall zu Fall.

Mit diesem Trend hin zur Individualisierung in der Vertriebsregulierung sind ebenfalls grosse *Herausforderungen* verbunden, die sich auf zwei verschiedenen Ebenen manifestieren: Zum einen ist der Aufwand im Zusammenhang mit der Erstellung und der stetigen Aktualisierung individueller Kundenprofile nicht zu unterschätzen. Es stellt sich hier effektiv die Frage, ob wir mit derartigen Anforderungen nicht an

¹⁵⁵ Unter MiFID ist ein Opt-out für einen Privatkunden, der wie ein qualifizierter Anleger behandelt werden möchte, nur dann möglich, wenn er zwei der folgenden Voraussetzungen erfüllt: (a) Der Kunde hat an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang getätigt; (b) Das Portfolio des Kunden (Bardepots und Finanzinstrumente) übersteigt EUR 500 000; (c) 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.

¹⁵⁶ Unter MiFID steht Kommunen keine Möglichkeit zu, ein Opt-out von den Schutzbestimmungen der Richtlinie zu erklären. Kommunen gelten somit ex lege als schutzbedürftig und geniessen den Vollschutz der Richtlinie.

¹⁵⁷ In Italien haben bis zu 600 Städte und Gemeinden derartige Produkte im Volumen von geschätzten EUR 36 Mia. gekauft; die aus diesen Fehlanlagen entstandenen Verluste werden auf fast EUR 4 Mia. beziffert. Im Dezember 2012 hat ein Mailänder Gericht verschiedene Banken, welche derartige Wetten abgeschlossen hatten, wegen schweren Betrugs verurteilt und zu Geldbussen und Gewinnabschöpfungsleistungen verpflichtet. Einzelheiten unter <www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/zinswetten-verkauf-italienisches-gericht-verurteilt-deutsche-bank/7543808.html>. Für ein Beispiel aus Deutschland siehe BGH-Urteil vom 22. März 2011, Aktenzeichen XI ZR 33/10 i.S. X (mittelständisches Unternehmen) gegen Deutsche Bank.

Systemgrenzen stossen werden. Insbesondere ist fraglich, ob derartige massgeschneiderte Lösungen kostenmässig für breite Anlegerkreise nach wie vor erschwinglich sein werden. Wie Umfragen im Kontext mit der Einführung der Honorarberatung gezeigt haben, ist die Mehrheit der Kunden heute (noch) nicht bereit, für Beratungsdienstleistungen zu bezahlen. Zum anderen liegt eine weitere Systemgrenze wohl nicht zuletzt im Kunden selbst, denn – Hand aufs Herz – wer von uns ist bereit, sich seinem Kundenberater gegenüber als gläserner Kunde¹⁵⁸ zu präsentieren?

Der stetige Wandel auf den Märkten wird auch in Zukunft vor dem Menschen nicht Halt machen. Das Anlegerleitbild bleibt deshalb weiter im Fluss. Dabei steht jedoch eines fest: Ob als Gesetzgeber, Richter oder Wissenschaftler – das Anlegerleitbild wird uns auch in Zukunft beschäftigen, wobei es uns mit seiner chamäleonartigen Wandlungsfähigkeit immer wieder aufs Neue faszinieren wird.

¹⁵⁸ Siehe zu dieser Problematik oben, III.C.5., insbes. Fn. 146-149.

