

 **Universität
Zürich^{UZH}**
Rechtswissenschaftliches Institut




Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten

Jahrestagung des Universitären
Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung
Zürich, 4. Februar 2013
Franca Contratto

 **Universität
Zürich^{UZH}**
Rechtswissenschaftliches Institut

Inhalt

- I. Realien
- II. Normative Ebene
- III. Fazit

 **Universität Zürich^{UZH}**
Rechtswissenschaftliches Institut

Inhalt

- I. Realien
 - A. Multifaktorieller Strukturwandel
 - B. Heterogenität der Anlegerkreise
- II. Normative Ebene
- III. Fazit

 **Universität Zürich^{UZH}**
Rechtswissenschaftliches Institut

A. Multifaktorieller Strukturwandel

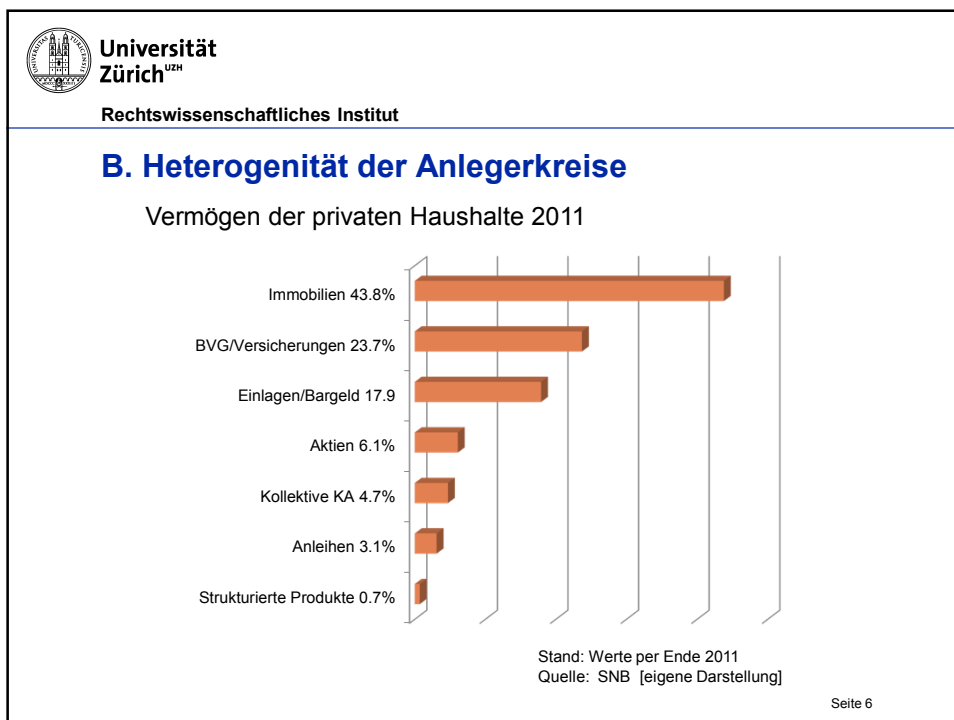
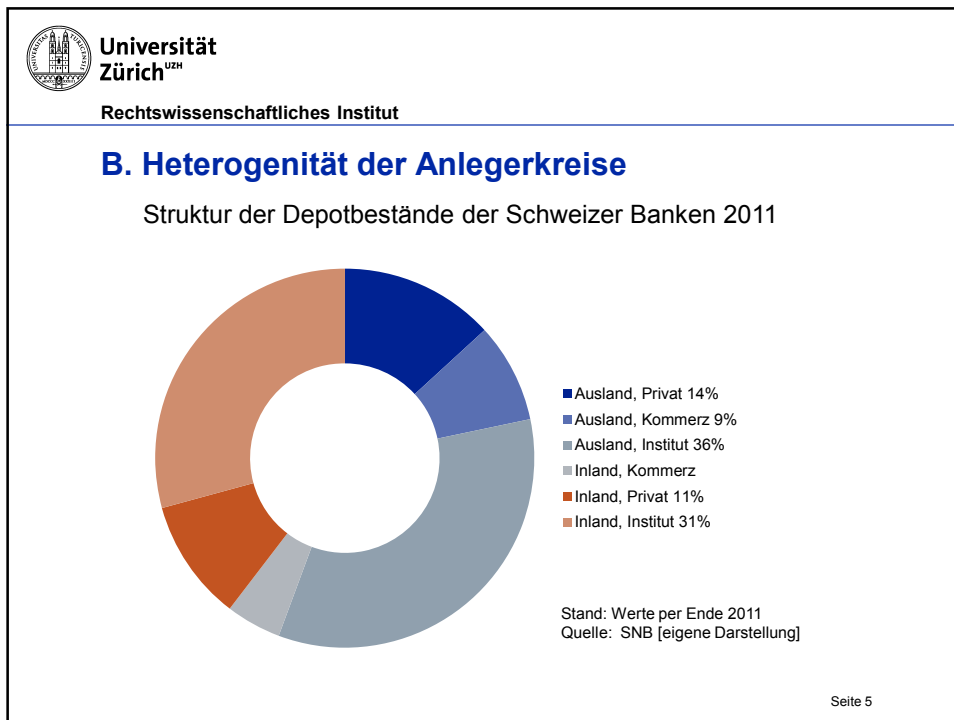



```
graph TD; A[Anleger] --> AI[• Pluralisierung  
• Institutionalisierung]; P[Produkte] --> PI[• Kommerzialisierung  
• Sophistizierung]; M[Märkte] --> MI[• Technologisierung  
• Globalisierung]; Pol[Politik] --> PIR[• Skandalorientierung  
• Regulierungsspirale]; AI --- I(Interdependenz); PI --- I; MI --- I; PIR --- I;
```

The diagram illustrates the multifactorial structural change in the market. It is organized into a 2x2 grid with 'Anleger' (Investors) and 'Produkte' (Products) in the top row, and 'Märkte' (Markets) and 'Politik' (Politics) in the bottom row. A central oval labeled 'Interdependenz' (Interdependence) connects all four quadrants. Arrows point from each quadrant's title to its specific characteristics.

- Anleger**
 - Pluralisierung
 - Institutionalisierung
- Produkte**
 - Kommerzialisierung
 - Sophistizierung
- Märkte**
 - Technologisierung
 - Globalisierung
- Politik**
 - Skandalorientierung
 - Regulierungsspirale


Seite 4



 **Universität Zürich**
Rechtswissenschaftliches Institut

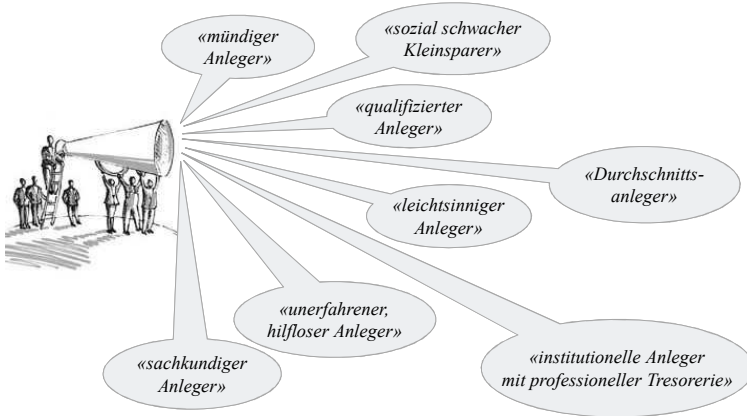
Inhalt

- I. Realien
- II. Normative Ebene
 - A. «Befunde» zum Anlegerleitbild
 - B. Anlegerrelevante Gesetzgebung
 - 1. Phase: «Graue Vorzeit»
 - 2. Phase: «Sozialpolitik»
 - 3. Phase: «Standortpolitik»
 - 4. Phase: «Konsolidierung»
 - 5. Phase: «Krisenbewältigung»
- III. Fazit

 **Universität Zürich**
Rechtswissenschaftliches Institut

A. «Befunde» zum Anlegerleitbild

Fragmente aus Gesetz, Materialien, Rechtsprechung und Lehre



«mündiger Anleger»

«sozial schwacher Kleinsparer»

«qualifizierter Anleger»

«Durchschnittsanleger»

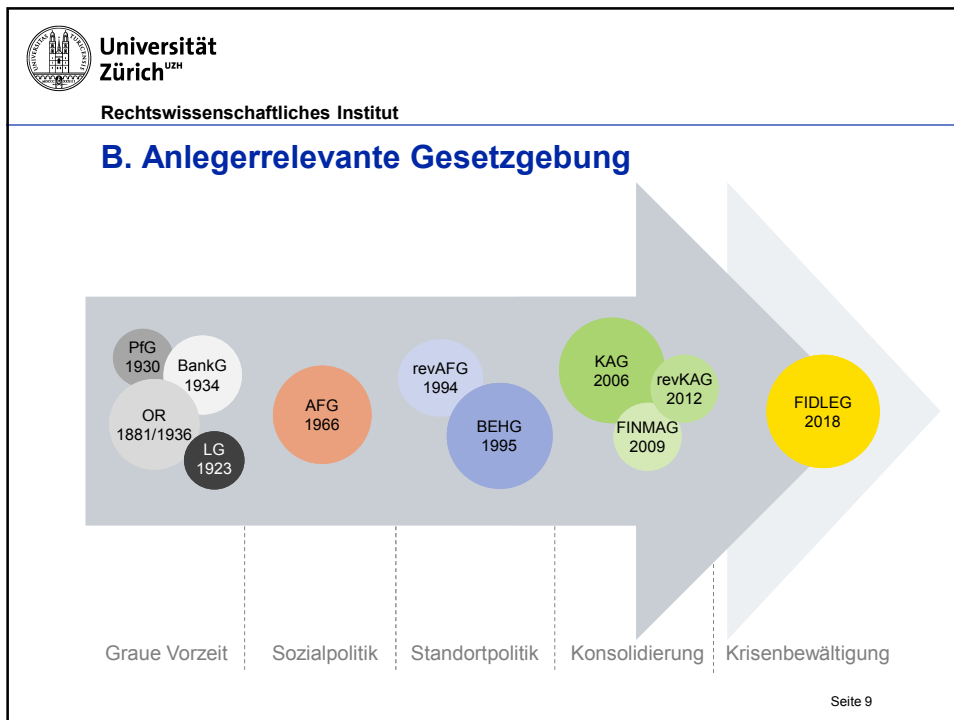
«leichtsinziger Anleger»


«institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie»

«unerfahrener, hilfloser Anleger»

«sachkundiger Anleger»

Seite 8




Universität Zürich^{UZH}
 Rechtswissenschaftliches Institut

1. Phase: «Graue Vorzeit»

Faktischer Hintergrund:

- Weltkriege | Depression (30er-Jahre)
- zersplitterte Märkte (7 Börsenplätze; kantonale Regelungshoheit)
- gängige Anlagen: Sparbuch, Lebensversicherung, Kassaobligation

Gesetzgebung:

Diverse Eidgenössische Normen und Erlasse

- Prospekthftung (OR 1881)
- Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen (VO 1918)
- Prämienanleihen (LG 1923)
- Pfandbriefe (PfG 1931)
- Banken (BankG 1934)
- Prospektpflicht Aktien | Anleiensobligationen (OR 1936)

Anlegerleitbild: Nicht erkennbar

Seite 10



Universität
Zürich^{UZH}

Rechtswissenschaftliches Institut

2. Phase: Sozialpolitik

Faktischer Hintergrund:

- wirtschaftlicher Aufschwung (Nachkriegszeit)
- zunehmende Partizipation von Kleinsparern auf den Märkten; erste Skandale
- gängige Anlagen: Sparbuch (60%), Kassaobligation (23%), Anlagefonds (17%)

Gesetzgebung:

Anlagefondsgesetz (AFG 1966)

- **Zweck:** Anlegerschutz (ohne Zweckartikel)
- **Inhalt:** Anlagerestriktionen, Aussonderung im Konkurs, jederzeitiges Kündigungsrecht, Werbevorschriften, staatliche Aufsicht (EBK)

Paternalistisches Anlegerleitbild:

- «sozial schwacher Kleinsparer» (Botschaft AFG, BBl 1965 III 276)
- «hilfloser» und «unterlegener» Anleger (BGE 100 II 60)

Seite 11



Universität
Zürich^{UZH}

Rechtswissenschaftliches Institut

3. Phase: Standortpolitik (a)

Faktischer Hintergrund:

- Deregulierung und Liberalisierung (Reagonomics & Thatcherism)
- verschärfter internationaler Wettbewerb (EWR-Nein 1992, Fondsstandort LUX)
- elektronischer Handel (EBS 1996)

Gesetzgebung:

1. Börsengesetz (BEHG 1995)

Zweck: Anlegerschutz und Funktionsschutz (Art. 1 BEHG)

- **Inhalt:** Transparenz, Gleichbehandlung, staatliche Aufsicht, Selbstregulierung, Anlegerschutz (Informations-|Sorgfalts-|Treuepflicht)
- **Funktional begrenzter Anlegerschutz:**
 - Verzicht auf Regulierung Primärmarkt zwecks Wahrung Konkurrenzfähigkeit gegenüber «liberalem Euromarkt» (Botschaft BEHG, BBl 1993 I 1385)
 - Abgeschwächter Zweckartikel: Anlegerschutz nur indirekt erwähnt (→ WAK-S)
 - Abgeschwächte Informationspflicht (Art. 11 Abs. 1 BEHG: Aufklärung nur über «Risiken einer bestimmten Geschäftsart» → WAK-N)

Seite 12



Universität Zürich^{UZH}
Rechtswissenschaftliches Institut

3. Phase: Standortpolitik (b)


2. Totalrevidiertes Anlagefondsgesetz (revAFG 1994)

- **Zweck:** Anlegerschutz (Art. 1 AFG)
- **Inhalt:** Lockerung von Anlagerestriktionen (eurokompatible Effektenfonds, Fonds mit besonderem Risiko), verschärfte Publizität (Prospektpflicht)
- **Motiv:** «Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz» (Botschaft AFG, BBl 1993 I 218)

Instrumentell-funktionales Anlegerleitbild:

- differenzierter Anlegerschutz (Art. 11 Abs. 2 BEHG, Art. 3 BEHV)
- «sachkundiger Anleger» (Art. 27 | 32 Kotierungsreglement)
- «mündiger Anleger» (Botschaft AFG, BBl 1993 I 226, 229)

Seite 13



Universität Zürich^{UZH}
Rechtswissenschaftliches Institut

4. Phase: Konsolidierung

Faktischer Hintergrund:

- Anpassung an EU-UCITS-Richtlinie; Regelungsbedarf strukturierte Produkte (KAG 2006)
- Anpassung an EU-AIFMD-Richtlinie (revKAG 2012)

Gesetzgebung:


Kollektivanlagengesetz (KAG 2006 | revKAG 2012)

- **Zweck:** Anlegerschutz und Funktionsschutz (Art. 1 KAG)
- **Inhalt:**
 - Geringeres Schutzniveau für «qualifizierte Anleger»
→ umstrittene Qualifizierung: VV-Kunden | vermögende Private (Art. 10 Abs. 3 KAG)
 - Orientierung am nicht qualifizierten «Publikum» bei strukturierten Produkten
→ Prospektverständlichkeit «Durchschnittsanleger» (Art. 5 Abs. 2 KAG)

Differenziertes Anlegerleitbild:

- «qualifizierter Anleger» (Art. 10 Abs. 3 KAG)
- «nicht qualifizierter Anleger» | «Durchschnittsanleger» (Art. 5 KAG)

Seite 14

 **Universität Zürich**
Rechtswissenschaftliches Institut

5. Phase: Krisenbewältigung

Faktischer Hintergrund:

- Finanzkrise: Mangelhafter Kundenschutz (FINMA-Vertriebsbericht 2010|2012)
- Internationale Wettbewerbsfähigkeit: Angleichung an internationale Standards


Gesetzgebung:

Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG 2018)

- **Zweck:** Anlegerschutz und Funktionsschutz
- **Inhalt:** Unterstellung, Crossborder, Produkt, Vertrieb, Rechtsdurchsetzung
 - Produkte:
 - einheitliche Prospektpflicht mit behördlicher Prospektprüfung
 - auf nicht qualifizierte Anleger ausgerichtetes «Basisinformationsblatt» für komplexe Produkte (Vorbild: EU-PRIPs?)
 - Ausnahmen bei Angeboten an qualifizierte Anleger
 - Vertrieb: Massgeschneiderte Beratung beruhend auf Angemessenheits- und Eignungsprüfung (Vorbild: MiFID I & II?)

Differenziertes Anlegerleitbild mit paternalistischem Einschlag

Seite 15

 **Universität Zürich**
Rechtswissenschaftliches Institut

Basisinformationsblätter nach EU-PRIPs-Initiative

Zwingende **Produktdokumentation** für «Kleinanleger»

Ausgestaltung:

- einheitlicher Aufbau und Inhalt (Vergleichbarkeit)
- Überblick über Chancen und Risiken des Produkts
- kurz (2 DIN-A4 Seiten)
- einfache Sprache
- Risikoklassifizierung

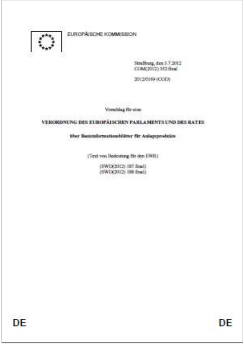
Geltungsbereich:

- Investmentfonds
- strukturierte Produkte
- gemischte Lebensversicherungen

Maximalharmonisierung: direkte Anwendbarkeit

Inkraftsetzung: Januar 2014

Interferenzen zum Konsumentenschutz?



EUROPEISCHE KOMMISSION
Verordnung (EU) 2017/1035
COM(2017) 103 final
2017/1035 (NLE)
Verordnung für einen
VERBUNDENEN BESONDEREN FALLAMTENSTELLUNG DER KATEI
der Besondereinstellung für Anlageprodukte
(Teil von Verordnung für die PRIPs)
(ENK) (2017) 103 final
(ENK) (2017) 103 final

DE DE

EU-VO über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte, COM (2012) 352 final, Juli 2012

Seite 16

 **Universität Zürich^{UZH}**
Rechtswissenschaftliches Institut

Eignungsprüfung («Suitability») nach EU-MiFID II


Erstellung von **«tailor-made»-Kundenprofilen** bei Anlageberatung und Vermögensverwaltung
Vom **Kunden** einzuholende **Informationen**:

- Finanzielle Verhältnisse
 - «Höhe des regelmässigen Einkommens»
 - «Vermögenswerte» (Immobilien, Anlagen)
 - «regelmässige finanzielle Verpflichtungen»
- Berufliche Situation («Arbeitsplatzverlust, Pensionierung»)
- Familiäre Situation («Studienbeginn von Kindern»)
- Persönliche Eigenschaften («ältere und potenziell schutzbedürftige Kunden»)


ESMA, «Suitability»-Leitlinien (ESMA/2012/387), Juni 2012

«Gläserner Kunde» auch im Anlagegeschäft!

Seite 17


 **Universität Zürich^{UZH}**
Rechtswissenschaftliches Institut

Inhalt

I. Realien

II. Normative Ebene

III. Fazit

 **Universität Zürich^{UZH}**
Rechtswissenschaftliches Institut

Gegenläufige Zukunftstendenzen

Produktbezogene Regulierung (Point of Issue)	Dienstleistungsbezogene Regulierung (Point of Sale)
<ul style="list-style-type: none">- Dokumentation von Produkten- Ausrichtung am Leitbild des «Durchschnittsanlegers»- Abstrahierung: Rolle normativer «Leitbilder» wächst	<ul style="list-style-type: none">- Anlageberatung VVerwaltung- Pflicht zur Erstellung von «tailor-made» Kundenprofilen- Individualisierung: Normative «Leitbilder» irrelevant
<p>➔ Herausforderungen</p> <ul style="list-style-type: none">- Geeignete Abgrenzungskriterien für «qualifizierte Anleger» (Vermögen, Fachkenntnisse, Kumulation?)- Eigenverantwortung (Wahlmöglichkeit durch Opting-in bzw. Opting-out)	<p>➔ Herausforderungen</p> <ul style="list-style-type: none">- (zu) hoher Anspruch an Berater?- Mitwirkungspflicht obliegenheit der Kunden

Seite 19

 **Universität Zürich^{UZH}**
Rechtswissenschaftliches Institut

” **Im Wandel liegt die Konstanz.** “

Peter F. Drucker
Post-Capitalist Society (1993), 142.