

Band 108

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dieter Zobl

Prof. Dr. Mario Giovanoli

Prof. Dr. Rolf H. Weber

Prof. Dr. Rolf Sethe

Rolf Sethe/Thorsten Hens/Hans Caspar von der Crone/
Rolf H. Weber (Hrsg.)

Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert

Band 108

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dieter Zobl

Prof. Dr. Mario Giovanoli

Prof. Dr. Rolf H. Weber

Prof. Dr. Rolf Sethe

Rolf Sethe/Thorsten Hens/Hans Caspar von der Crone/
Rolf H. Weber (Hrsg.)

Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert

Schulthess § 2013

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

Vorwort

I. Finanzmarktregulierung als Forschungsschwerpunkt der Universität Zürich

Die 2007 ausgebrochene Finanzkrise und die nachfolgende Staatsschulden- und Währungskrise haben den Anlegerschutz in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses gerückt. Eine Vielzahl von Gerichtsverfahren gegen Finanzdienstleister in verschiedenen Jurisdiktionen belegt, dass sich Privatanleger, wie auch institutionelle Anleger von ihren Kundenbetreuern schlecht beraten fühlen. Es steht zumeist auch die Behauptung im Raum, dass die Berater vor allem auf ihre Vergütung achten und die Interessen der Anleger zurückstellen.

Das starke öffentliche Interesse an der Finanzkrise und ihren Folgen beruht aber auch auf weiteren Faktoren. So fragen sich die Steuerzahler, warum sie für die Fehler der Banken haften sollen; die Rolle des Staates als *lender of the last resort* wird in Frage gestellt. Da die Krise des globalen Finanzmarkts auf die Realwirtschaft durchgeschlagen hat, führte sie zu einem erheblichen Verlust an Arbeitsplätzen und im Stillen weiss man, dass die zur Krisenbewältigung eingeschlagene Niedrigzinspolitik eine schleichende Enteignung von Spar- und Altersguthaben mit sich bringt. Die Krise, die Massnahmen zur (vermeintlichen) Krisenbewältigung und ihre Folgen gehen somit alle an!

Vor diesem Hintergrund ist es nur konsequent und zu begrüessen, dass sich die Wissenschaft dem Thema annimmt. Die Universität Zürich hat daher 2013 einen „Universitären Forschungsschwerpunkt Finanzmarktregulierung“ geschaffen, an dem Forscher der Rechts- und der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät beteiligt sind und auf eine Kooperation mit weiteren Disziplinen angelegt ist.¹ Seine Aufgabe ist es, Regulatoren des Finanzmarktrechts (Gesetzgeber, Aufsichtsbehörden, Selbstregulierungsorganisationen etc.) in ihrer Aufgabe zu unterstützen, denn diese sehen sich heute mehr denn je mit hochkomplexen Sachverhalten konfrontiert, welche

¹ <<http://www.finreg.uzh.ch>>.

weder etablierte Marktteilnehmer noch die Aufsichtsbehörden in ihrer Gesamtheit zu erfassen vermögen. Dem staatlichen Regulator kommt dabei eine besondere Rolle zu, weil er – zumindest dem Ansatz nach – weitgehend als unabhängig gilt. Die wünschenswerte Unabhängigkeit und die notwendige Lösung komplexer Fragestellungen stehen jedoch mitunter in einem Zielkonflikt. Der staatliche Regulator ist mit zunehmender Komplexität der Fragestellungen vermehrt auf die Meinung von Experten(gremien) angewiesen, welche bei der notwendigen Nähe zur Praxis auch auf Mitglieder mit potentiellen Interessenkonflikten nicht verzichten können; bisweilen wird auch eine Delegation von Regulierungskompetenz an Branchenverbände vorgenommen. Ein zweiter Zielkonflikt ergibt sich daraus, dass Krisen oftmals nach einer (zu) schnellen Regulierung rufen. Wird eine Regulierung in Eile verabschiedet, werden oft Gesetzeslücken übersehen oder sachlich nicht gerechtfertigte Kompromisse geschlossen. Zudem führen Einzelfallregulierungen zu einem „Dschungel“ an Vorschriften, in dem sich auch Fachleute verirren können. Die aufgrund der Komplexität abnehmende Qualität der Regulierung können Marktakteure ausnutzen und so wiederum Auslöser oder Katalysator für weitere Krisen sein (Stichwort: Regulierungsarbitrage). Drittens wird die Regulierung von den Marktteilnehmern oft als Einschränkung ihrer Privatautonomie empfunden, obwohl sie im Gegenzug die Rechtssicherheit erhöhen sollte, um letztlich die Gefahr von Marktversagen zu reduzieren. Keinesfalls vernachlässigt werden darf ein vierter Zielkonflikt (Trade-off): Kosten bei der Aufsicht erhöhen indirekt die Steuerlast und den Finanzintermediären entstehende Mehrkosten werden sich in den Preisen niederschlagen. Dies beschränkt zudem den Marktzutritt, so dass sich in Folge die Angebotsvielfalt reduziert. Der staatliche Regulator befindet sich somit stets auf einer Gratwanderung. Es stellt sich die Frage der Anpassung an internationale Standards und – zur Aufrechterhaltung eines freien Marktzugangs – oft des autonomen Nachvollzugs von EU- oder globalen Regulierungen.

Die intensive wissenschaftliche und unabhängige Begleitung des Regulierungsprozesses sowie die Analyse bestehender nationaler und internationaler Regulierungen können und sollen einen wichtigen Beitrag zur Unterstützung des Gesetzgebers bei der Lösung dieser Fragen leisten und damit zur Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz beitragen. Im Zusammenhang mit Finanzmarktregulierung gab es in den letzten Jahren einige Forschungsunterfangen, diese waren jedoch zumeist punktueller Natur. Eine Gesamtbetrachtung, die einzelne Fachbereiche, Rechtsgebiete und

Staaten verknüpft, ist (noch) nicht vorhanden. Die Forschung konzentrierte sich vielmehr auf diejenigen Bereiche, deren Überarbeitung am dringlichsten erschien. Eine Gesamtschau ist schon aus dem Grund notwendig, weil ein Fachbereich allein niemals alle sich stellenden Fragen beantworten kann; dafür ist die reale Welt zu komplex. Die Rechtswissenschaft kann Probleme angehen, die entstehen können, wenn sich Privat-, Verwaltungs- und Strafrecht überschneiden oder Lücken zu füllen sind, die von keinem Rechtsgebiet abgedeckt werden. Bei der Frage, weshalb sich Marktakteure – beispielsweise Anleger – irrational verhalten, sind hingegen andere Disziplinen wie die Psychologie oder die Verhaltensökonomie einzubeziehen. Die Zusammenarbeit der Rechts- mit der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät verfolgt hier einen noch weitergehenden Ansatz.

Der Universitäre Forschungsschwerpunkt Finanzmarktregulierung verfolgt drei Schwerpunkte, deren Inhalte an dieser Stelle nur knapp angerissen werden können:

(1) Wealth Management / Asset-Management: In diesem Bereich stellen sich aktuell im Bereich des Anlegerschutzes komplexe und sehr relevante Fragen. Ist die Regulierung von Vermögensverwaltung und Anlageberatung ausreichend, die einen zentralen Kernbereich des schweizerischen Bankwesens bilden? Inwiefern ist Regulierung nötig, um externen Vermögensverwaltern den Marktzutritt für ihr Geschäft auch im (EU-)Ausland zu ermöglichen? Welche Regulierungsansätze führen zu einem übermässigen Eingriff in die Privatautonomie? Wie verhalten sich Anleger? Mit welchen Möglichkeiten und Risiken sehen sich heutige Anleger im Vergleich zu Anlegern vor 100 Jahren konfrontiert und wie hat sich entsprechend das Anlegerleitbild des Gesetzgebers verändert? Welchen Einfluss hat Kommunikation (beispielsweise Werbung oder Informationsbroschüren zu bestimmten Produkten) auf die Anleger? Es ist zu untersuchen, ob die Regulatoren mit ihren Vorgaben die „richtigen“ Anreize setzen, damit sich die Marktteilnehmer wie angestrebt verhalten, und was die Nebeneffekte dieser Vorschriften sind.

(2) Systemstabilität: Im Zentrum dieses Bereichs stehen die Regulierung und Regulierungsvorhaben für systemrelevante Finanzinstitute. Die Tatsache, dass eine Bank für die schweizerische Volkswirtschaft unverzichtbar ist, wirft eine Fülle von Fragen auf. In erster Linie stellt sich die Frage, ob die bereits anlässlich der Too big to fail-Vorlage geschaffenen Regelungen in Bezug auf Eigenkapitalisierung, Liquidität und Insolvenzverfahren systemrelevanter Finanzinstitute erstens das Problem an der

Wurzel anpacken und zweitens ausreichend sind. Es stellen sich daraus Folgefragen beispielsweise zur Wirkung von CoCo-Bonds oder zur Rolle der risikogewichteten Aktiva. Bei all diesen Problematiken sind (irrationale) Menschen involviert, daher spielt bei der Fragestellung, wie z.B. Bank-Runs verhindert werden können, die Psychologie eine zentrale Rolle.

(3) Internationales Finanzmarktrecht: Im internationalen Verhältnis kommt dem Bankgeheimnis und damit der Gewichtung des Diskretionsanspruchs des Kunden gegenüber der Gewichtung des Interesses (ausländischer) Steuerbehörden aktuell das wohl grösste Gewicht zu. Damit zusammen hängt die generelle Frage nach der direkten und indirekten Wirkung ausländischen Rechts für schweizerische Marktteilnehmer. Heftig diskutiert wird auch die Frage der Amts- und Rechtshilfe im Hinblick auf Datenträger mit Bankkundendaten, die vor allem in Europa zum Verkauf angeboten wurden. Weiter sind die Beziehungen der Schweiz zu internationalen (Finanzmarkt-)Organisationen (IWF, Weltbank, BIZ, IOSCO, OECD) ein wichtiger Forschungsbereich. Eine Gesamtperspektive ist nötig, um die internationale Neupositionierung des Finanzplatzes Schweiz auf eine sichere Grundlage zu stellen.

Der Universitäre Forschungsschwerpunkt will nicht nur bestehende Expertise ausbauen und verknüpfen, sondern auch ambitionierte und exzellente Nachwuchsforscher im Bereich des Finanzmarktrechts unterstützen und fördern. Dazu werden entsprechende Doktoranden- und Habilitandenstellen sowie Assistenzprofessuren geschaffen. Die Nachwuchswissenschaftler sind aktiv in die Veranstaltungen des Forschungsschwerpunkts eingebunden.

II. Zum vorliegenden Band

Der vorliegende Tagungsband vereint die Referate der ersten Tagung des Universitären Forschungsschwerpunkts vom 4. und 5. Februar 2013 zum Thema Anlegerschutz. Die drei ersten Referate wenden sich dem Thema aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht zu. THORSTEN HENS referierte zu „Anlegerschutz und Behavioural Finance“. Er zeigt auf, dass die experimentelle Forschung im Bereich Finance neben der traditionellen empirischen Forschung wichtige Hinweise geben kann, wie der Anlegerschutz durch Regulierung verbessert werden kann. HENS rät dazu, anstehende regulatorische Vorhaben zuvor eingehend im Labor zu testen und zeigt dies an konkreten Beispielen auf. Weiter haben solche Experimente den Vorteil, relativ kostengünstig zu sein. AMELIE BRUNE behandelte das Thema „Experimentelle Öko-

nomie und Finanzmarktregulierung“, mit dem sie sich insbesondere an politische Entscheidungsträger wendet, um auf das Potential ökonomischer Laborexperimente für die Evaluation regulatorischer Massnahmen auf den Finanzmärkten aufmerksam zu machen. ANDREAS HACKETHAL, dessen Vortrag an anderer Stelle publiziert wird, plädierte für einen Anlegerschutz durch Anleger-Empowerment.

Finanzmarktregulierung und ihre Defizite lassen sich nur verstehen, wenn man sie in einen historischen Kontext stellt, weshalb ANDREAS THIER in seinem Referat „Beobachtungen zur Geschichte des Anlegerschutzes“ die Anfänge des Anlegerschutzes nachzeichnet und zu dem Ergebnis kommt, dass die rechtshistorische Forschung in diesem Bereich noch einigen Klärungsbedarf aufweist. Will man Anleger schützen, muss man sich die Frage stellen, wen genau man dabei im Auge hat. Dieser Fragestellung wendet sich FRANCA CONTRATTO mit dem Referat „Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten“ zu. Sie schlägt damit zugleich eine Brücke vom rechtshistorischen Teil zum heutigen Recht. Sie kommt zu der Erkenntnis, dass sich das Anlegerleitbild – genau wie die Finanzmärkte selbst – in einem stetigen Wandel befindet und man sich daher bei den anstehenden Gesetzesvorhaben genau überlegen muss, wen und wie fest man eigentlich schützen will.

SUSAN EMMENEGGER und RAHEL GOOD widmen sich dem Thema „Anlegerschutz in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung“ und gehen dabei auf das anstehende Schweizer Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) ein. Sie kommen zum Ergebnis, dass der Anlegerschutz im Bereich der Vermögensverwaltung und der Anlageberatung im Aufsichtsrecht stärker verankert werden muss und daher die grundsätzliche Notwendigkeit für ein Finanzdienstleistungsgesetz ausser Frage steht. Umstritten sei allein die inhaltliche Ausgestaltung, insbesondere im Hinblick auf die Rolle der Selbstregulierung im Bereich der externen Vermögensverwaltung. Zudem machen sie weiteren Forschungsbedarf aus, etwa nach dem Verhältnis zwischen Aufsichts- und Privatrecht. MATTHIAS TRAUTMANN und HANS CASPAR VON DER CRONE wenden sich der „Know-Your-Customer-Rule im Vermögensverwaltungsauftrag“ zu und untersuchen die auftragsrechtlichen Erkundigungs- und Aufklärungspflichten im Lichte geplanter Regulierungsvorhaben der FINMA. Sie sehen das Vorhaben einer aufsichtsrechtlichen Verankerung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten sehr kritisch und bezweifeln einen Zugewinn im Vergleich zum heutigen Rechtszustand. Verbesserungswürdig sei stattdessen die Beweissituation der Anleger vor Gericht. RAINER BAISCH und ROLF H. WEBER gehen in ihrem Referat zum Thema „Prophy-

laxe durch Transparenz“ der Frage nach, inwieweit verschärfte gesetzliche Vorgaben zu den Informations- und Dokumentationspflichten dem Anlegerschutz dienen. Sie beurteilen die von der FINMA vorgeschlagenen Massnahmen sehr kritisch und plädieren für eine Stärkung der Privatautonomie. Anstelle einer Kundensegmentierung sei es sinnvoll, die vertraglichen Pflichten und deren Dokumentation klarer zu regeln. Zudem seien Produkte klarer zu kennzeichnen und das Emittentenrisiko einzupreisen. Sie fordern mehr Risiko-Transparenz statt einer Verschärfung der Bewilligungspflichten.

In einem weiteren Themenkomplex ging es um Einzelfragen des Anlegerschutzes und seiner Durchsetzung. CORINNE ZELLWEGER-GUTKNECHT untersucht die Zulässigkeit der Annahme und die Pflicht zur Herausgabe von Retrozessionen und weiteren Drittvergütungen. Dieses Thema ist aufgrund der aktuellen Rechtsprechung und der ihr folgenden aufsichtsrechtlichen Praxis sehr aktuell. Die Referentin analysiert zunächst den Ist-Zustand, um anschliessend ein eigenes Modell für die Beurteilung der Zulässigkeit von Retrozessionen und anderen Drittvergütungen zu entwickeln. Ergänzend dazu referierte KERN ALEXANDER zum Thema „Investor Protection through the new regime on inducements (MiFID 2 and the UK approach)“. Dieser Vortrag wird ausserhalb des Tagungsbands veröffentlicht. MARTIN BRENNCKE untersucht die Ausnutzung von Heuristiken und Biases durch Werbematerial von Effektenhändlern und konstatiert einen Reformbedarf im schweizerischen Recht. Er lehnt sich in seiner Analyse stark an die Erkenntnisse der Verhaltensökonomik an und schlägt damit eine Brücke zu den beiden ersten Referaten. Die Werbung von Finanzintermediären solle durch gezielte Vorgaben an die Ausgestaltung und Präsentation von werbenden Informationen so reguliert werden, dass die Intermediäre nicht mehr typische Urteilsfehler von Kleinanlegern bei der Entscheidungsfindung ausnutzen dürfen. TIM FLORSTEDT untersucht „Die Schranken der Majorisierung von Gläubigern“, indem er rechtsvergleichend den Minderheitenschutz im deutschen und schweizerischen Anleiherecht betrachtet und anhand von konkreten Einzelproblemen jeweils die überzeugendste Lösung präsentiert. ROLF H. WEBER wendet sich in seinem abschliessenden Referat „Anlegerschutz durch regulatorisches Enforcement“ der Durchsetzung des Anlegerschutzes zu. Er arbeitet die Schwachstellen des heutigen Rechts heraus, beschreibt die Notwendigkeiten effektiver Streitbeilegungsmechanismen und entwickelt Handlungsoptionen für eine verbesserte Durchsetzung.

Die Herausgeber danken an dieser Stelle nochmals den Referenten für ihre gelungenen Vorträge und Diskussionsbeiträge sowie den Teilnehmern der Tagung für Ihre aktive Teilnahme. Eine Tagung dieser Grösse lässt sich erfolgreich nur bewerkstelligen, wenn viele helfende Hände aufmerksam zusammenarbeiten. Wir danken daher an dieser Stelle nochmals MARION RENGGLI-FACCIN, SUE OSTERWALDER, sowie FABIO ANDREOTTI, MARTIN BRENNCKE, MELTEM CETINKAYA, LUKAS FAHLÄNDER, STEFAN HÄRTNER und MORITZ SEILER. Die Drucklegung des Tagungsbands haben MARION RENGGLI-FACCIN, MORITZ SEILER und STEFAN HÄRTNER betreut. Ihnen und den Mitarbeitern des Schulthess-Verlags sei an dieser Stelle nochmals für ihre Umsicht und ihren grossen Einsatz gedankt.

Zürich im Mai 2013

ROLF SETHE
THORSTEN HENS
HANS CASPAR VON DER CRONE
ROLF H. WEBER

Anm. d. Hrsg.: Den wirtschaftswissenschaftlichen Gepflogenheiten entsprechend finden sich die Literaturnachweise in den Beiträgen Hens und Brune im Literaturverzeichnis am Schluss des jeweiligen Aufsatzes, während die Nachweise bei den juristischen Beiträgen jeweils in den Fussnoten enthalten sind.

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