

Rolf H. Weber | Walter A. Stoffel | Jean-Luc Chenaux |
Rolf Sethe (Hrsg.)

Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts

Festschrift für Hans Caspar von der Crone
zum 60. Geburtstag

Schulthess § 2017

Die Bestimmung der Angemessenheit und der Geeignetheit von Finanzdienstleistungen und Finanzinstrumenten

THORSTEN HENS/ROLF SETHE*

I.	Einleitung	590
II.	Der Beratungsprozess aus ökonomischer Sicht	592
	1. Überblick	592
	2. Bedürfnisanalyse	593
	3. Risikofähigkeit	593
	4. Risikobewusstsein	594
	5. Risikotoleranz	595
	6. Anlagestil	596
	7. Überwachung	596
III.	Der Beratungsprozess aus juristischer Sicht	597
	1. Heutige Regelung	597
	a) Zivilrechtliche Pflichtenlage	597
	aa) Vermögensverwaltung	597
	bb) Anlageberatung	599
	cc) Reines Ausführungs-/Depotgeschäft	599
	dd) Zwischenfazit	602
	b) Aufsichtsrechtliche Pflichtenlage	602
	2. Regelung gemäss MiFID/MiFID II	605
	a) Beratungsleistungen	605
	b) Beratungsfreie Leistungen	607
	3. Geplante Regelung im FIDLEG	608
IV.	Beurteilung der Lücke zwischen Ökonomie und Gesetz	610
	1. Vergleichende Betrachtung in Bezug auf das Beratungsgeschäft	610
	2. Vergleichende Betrachtung in Bezug auf das beratungsfreie Geschäft	614
	3. Ökonomische Folgerungen	615
V.	Fazit	616

* Der vorliegende Beitrag ist im Rahmen des Universitären Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung (UFSP FinReg) der Universität Zürich entstanden.

I. Einleitung

Viele empirische Studien¹ haben ergeben, dass Privatanleger längst nicht so rational sind, wie es im Leitbild des «mündigen Anlegers» unterstellt wird.² Vielmehr machen sie zum Teil gravierende Fehler beim Investieren, wodurch sich manche von ihnen sogar finanziell ruinieren. Im Durchschnitt über alle Privatanleger und alle Fehler belaufen sich die Kosten auf 5% bis 10% Rendite pro Jahr.³ Gründe für dieses teure Fehlverhalten sind unter anderem das geringe Risikobewusstsein, die mangelhafte Sicherstellung der Risikofähigkeit und die Überschätzung der persönlichen Risikotoleranz.⁴ Zudem suchen die Anleger mit den grössten Defiziten am wenigsten Rat.⁵ Und es hat sich in der Finanzkrise herausgestellt, dass selbst Kunden, die von Finanzdienstleistern beraten werden, nicht vor finanziellem Fehlverhalten geschützt sind.⁶ Ein Ziel des geplanten Finanzdienstleistungsgesetzes «FIDLEG» ist es deshalb, die Beratungsqualität zu verbessern. Der Gesetzgeber will künftig die Finanzdienstleister verpflichten, am Point of Sale ihre Dienstleistungen Vermögensverwaltung, Anlageberatung und reines Depotgeschäft (auch Execution-only-Geschäft genannt⁷) nach einer bestimmten Methode anzubieten. Diese wird mit den Begriffen «Angemessenheitstest»

¹ Vgl. WERNER DE BONDT, A Portrait of the Individual Investor, *European Economic Review* 42(3-5) (1998), 831 ff.; BRAD M. BARBER/TERRANCE ODEAN, The Courage of Misguided Convictions: The Trading Behavior of Individual Investors, *Financial Analysts Journal* 55(6) (1999), 41 ff.; BRAD M. BARBER/TERRANCE ODEAN, Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *Journal of Finance*, 55(2) (2000), 773 ff.

² Jüngst etwa CHRISTOPH B. BÜHLER, «Suitability & Appropriateness»: Was ist wirklich neu?, *GesKR* 2016, 1, 12.

³ DALBAR INC., *Quantitative Analysis of Investor Behavior: Helping Investors change behavior to capture Alpha*, Boston 2011, 13.

⁴ BARBER/ODEAN, *Journal of Finance* 55(2) (2000), 773 ff.; ANDREW CLARE/NICK MOTSON, Do UK retail investors buy at the top and sell at the bottom? Working Paper, Centre for Asset Management Research, Cass Business School, City University, London 2010.

⁵ KREMENA BACHMANN/THORSTEN HENS, Investment Competence and Advice Seeking, *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 6 (2015), 27 ff.

⁶ UTPAL BHATTACHARYA/ANDREAS HACKETHAL/SIMON KAESLER/BENJAMIN LOOS/STEFFEN MEYER, Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study, *Review of Financial Studies* 24(4) (2012), 975 ff.

⁷ Es ist zu beachten, dass dieser Begriff im schweizerischen Recht abweichend von der EU-Terminologie verwendet wird, was immer wieder zu Missverständnissen führt. In der EU wird das reine Depotgeschäft als «beratungsfreies Geschäft» bezeichnet, bei dem ein Angemessenheitstest geschuldet ist. Wenn der Kunde bei Begründung der Geschäftsbeziehung mit dem Finanzdienstleister vereinbart, dass ein solcher Test nicht geschuldet wird (was unter bestimmten aufsichtsrechtlich festgelegten Bedingungen zulässig ist), handelt es sich um eine Execution-only-Beziehung. Die Execution-only-Beziehung ist in der EU daher ein Unterfall der reinen Depotbeziehung, während beide Begriffe in der Schweiz synonym verwendet werden.

(Appropriateness Test) und «Geeignetheitstest» (Suitability Test) umschrieben.⁸ Die Methode und die Begriffe entstammen dem EU-Recht⁹, das beim sog. Beratungsgeschäft (= Vermögensverwaltung und Anlageberatung) den Geeignetheitstest vorschreibt und bei einem reinen Ausführungs-/Depotgeschäft den Angemessenheitstest.

Aus ökonomischer Sicht wirft dies zwei Fragen auf: Wie kann man die «Angemessenheit» und die «Geeignetheit» von Finanzdienstleistungen sichern und in wie weit sollte der Gesetzgeber hier lenkend eingreifen? Dieser Beitrag zeigt den aktuellen Stand der Forschung zu diesen Fragen auf. Aus juristischer Sicht stellen sich ebenfalls zwei Fragen, nämlich ob das geplante FIDLEG im Vergleich zum EU-Recht Diskrepanzen aufweist und wenn ja, ob die geplante Regelung des FIDLEG sinnvoll(er) ist.

Mit diesen Überlegungen möchten die Verfasser dem Jubilar für die Zusammenarbeit insbesondere im Universitären Forschungsschwerpunkt Finanzmarktregulierung danken und hoffen, dass sie auf sein Interesse stossen. HANS CASPAR VON DER CRONE hat schon frühzeitig vor der Verdoppelung der aus dem Zivilrecht bekannten Verhaltenspflichten in das Aufsichtsrecht hinein gewarnt.¹⁰ Hiergegen könnte man einwenden, die Kosten einer solchen Doppelung seien gering und die Spiegelung in das Aufsichtsrecht erlaube der Aufsicht die Durchsetzung der Verhaltenspflichten am Point of Sale. Wenn jedoch, was nachfolgend zu untersuchen ist, eine Diskrepanz zwischen beiden Regelungsbereichen geschaffen werden sollte, wäre dieser Vorteil zunichte gemacht und die Regelung im FIDLEG würde Rechtsunsicherheit und unnötige Mehrkosten verursachen. Zudem wäre ein solches Vorgehen schädlich im Hinblick auf die angestrebte Äquivalenz mit der Regelung der EU.

⁸ Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015 8901, 8920 f.

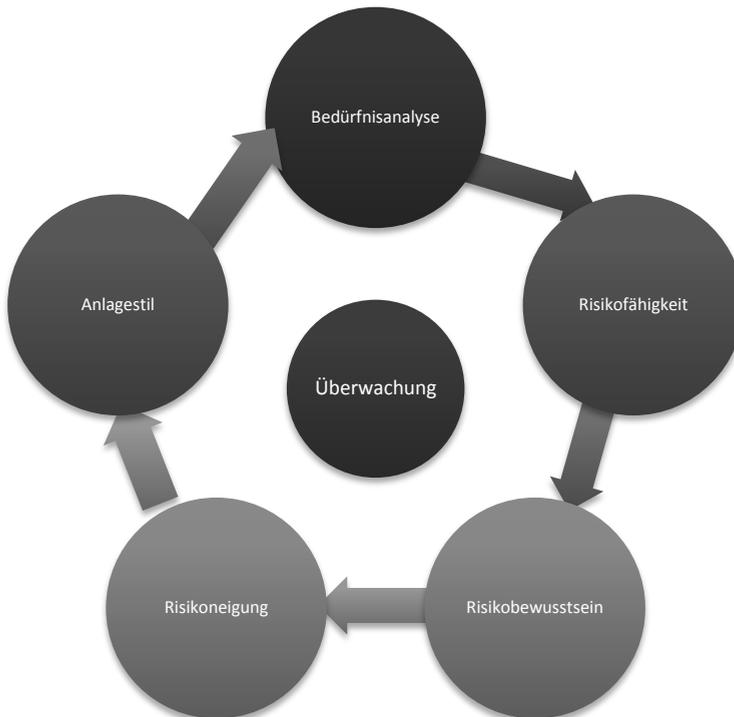
⁹ Konkret aus Art. 25 Abs. 2 und 3 der Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABl. EU L 173 vom 12. Juni 2014, 349 ff. (im Folgenden MiFID II).

¹⁰ MATTHIAS TRAUTMANN/HANS CASPAR VON DER CRONE, Die Know-Your-Customer-Rule im Vermögensverwaltungsauftrag, in: Sethe et. al. (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich/Basel/Genf 2013 (= SSFM 108), 133, 167 f.

II. Der Beratungsprozess aus ökonomischer Sicht

1. Überblick

Aus ökonomischer Sicht sollte jeder Finanzdienstleister einem strukturierten Beratungsprozess folgen. Figur 1 gibt einen Überblick über solch einen strukturierten Beratungsprozess.¹¹



Figur 1: Strukturierter Beratungsprozess

Zunächst sollten die Bedürfnisse des Kunden ermittelt werden. Welche Ziele möchte der Kunde mit seinem Vermögen erreichen? Sind die offensichtlichen Ziele (Sicherung des Lebensstandards, Alterssicherung, etc.) schon abgesichert? Dann ist die Risikofähigkeit zu beachten. Die Risikofähigkeit ist ein rein finanzieller Aspekt. Man muss die im ersten Schritt ermittelten Bedürfnisse zu den finanziellen Möglichkeiten in Bezug

¹¹ Beispiel nach THORSTEN HENS/KREMENA BACHMANN, Behavioural Finance for Private Banking, Chichester 2008, 211.

setzen. Als nächstes hat der Finanzdienstleister zu prüfen, ob der Kunde die Risiken von verschiedenen Anlagemöglichkeiten richtig einschätzt, und ihn gegebenenfalls darüber aufzuklären. Ein sehr wichtiger Punkt der Beratung ist, die Risikoneigung des Kunden richtig einzuschätzen. Selbst wenn der Kunde eine hohe Risikofähigkeit hat, kann eine tiefe Risikoneigung eine konservative Anlagestrategie erfordern, damit der Kunde diese langfristig durchhält. Ausserdem muss der passende Anlagestil gewählt werden. Anlagestile unterscheiden sich weniger durch ihre Renditen als vielmehr durch die zugrunde liegende Anlagephilosophie. Damit der Kunde der vom Finanzdienstleister vorgeschlagenen Strategie vertraut, muss sie seiner Grundeinstellung zum Anlegen entsprechen. Im Zentrum des Beratungsprozesses muss ein Monitoring-System stehen, das die Einhaltung der Strategie zeitnah überwacht. Schliesslich sei darauf hingewiesen, dass ein strukturierter Beratungsprozess ein Kreislauf ist, d.h. er muss in regelmässigen Zeitabständen – oder wenn sich gravierende Änderungen ergeben haben – noch einmal durchlaufen werden. Die soeben skizzierten Bestandteile des strukturierten Beratungsprozesses können wie folgt ausgefüllt werden:

2. Bedürfnisanalyse

In der Bedürfnisanalyse muss nicht nur eruiert werden, welche Bedürfnisse und Ziele der Kunde hat, sondern diese Aspekte müssen auch priorisiert und bewertet werden, damit die Anlagestrategie darauf abgestimmt werden kann. Idealerweise kann der Kunde alle Bedürfnisse und Ziele rangieren. Falls dies zu anspruchsvoll ist, sollte er zumindest zwischen «Need-to-have» und «Nice-to-have» unterscheiden. Zusammen mit dem Finanzdienstleister sollte er dann den finanziellen Gegenwartswert der Bedürfnisse und Ziele ermitteln. Hierzu macht man einen Finanzplan, der die notwendigen Auszahlungen, die mit den Bedürfnissen verbunden sind, über die Zeit festhält und diskontiert die Zahlungen mit den Zinsen für die entsprechenden Zeitperioden ab.

3. Risikofähigkeit

Die Risikofähigkeit bestimmt sich aus dem Vergleich des Vermögens mit den Verpflichtungen des Anlegers, die sich aus den Zielen und den Bedürfnissen ergeben. Die in der Bedürfnisanalyse getroffene Unterscheidung zwischen «Need-to-have» und «Nice-to-have» unterteilt die Verpflichtungen in «harte Verpflichtungen» sowie Pläne und Wünsche. Harte Verpflichtungen ergeben sich aus der Aufrechterhaltung des Lebensstandards (Wohnen, Essen, Mobilität, Ausbildung, etc.). Darüber hinaus könnte der Anleger noch Pläne und Wünsche haben, wie er sein Leben verbessern will (Aufstockung der Rente, Ferienhaus, Traumurlaub, etc.).

Die Risikofähigkeit wird am besten dadurch sichergestellt, dass man für die harten Verpflichtungen hinreichend viele sichere Anlagen (Geldmarkt oder Obligationen) hält. Nur das darüber hinaus verfügbare Vermögen kann in Renditeanlagen, wie zum Beispiel Aktien, angelegt werden. Dieses Vorgehen nennt man den «Asset Split». Es

erfordert von den Anlegern eine Einteilung in die beiden Kategorien und vom Finanzdienstleister eine konsequente Sicherung der harten Verpflichtungen.

Im Gegensatz zum Asset Split haben sich statistische Methoden, wie zum Beispiel der Value at Risk, als nicht robust herausgestellt. Beim Value at Risk werden die Anlagen so strukturiert, dass bis auf wenige Extremfälle die Anlagen ausreichen, um die harten Verpflichtungen zu sichern. Kommt dann eine Krise, so vermuten die Anleger vor-schnell, dass nun ein solcher Extremfall eingetroffen ist und brechen die Anlagestrategie ab.

4. Risikobewusstsein

Viele empirische Studien zeigen, dass Privatanleger weder über einfache ökonomische Zusammenhänge Bescheid wissen¹² noch ihre eigene Anlagerendite¹³ kennen. Es gibt einen sehr grossen Informationsvorteil der Finanzdienstleister, was ja einer der wesentlichen Gründe ist, warum Privatanleger die Hilfe von Finanzdienstleistern suchen. Leider kommt es aber immer wieder vor, dass Finanzdienstleister ihre Kunden nicht über die finanziellen Risiken von Anlagestrategien und Anlageprodukten aufklären. Manchmal werden die Vorteile der Finanzprodukte mehr in den Vordergrund gerückt als deren Nachteile. Diese Vorgehensweise ist kurzfristig für den Finanzdienstleister von Vorteil, vor allem, wenn er eine Verkaufsprovision bekommt. Langfristig entwickelt sich daraus aber ein wesentlicher Nachteil, da er an Reputation und vielleicht auch vor Gericht verliert. Grundlegende ökonomische Zusammenhänge wie zum Beispiel «keine Rendite ohne Risiko» oder der Hinweis auf die Verlustwahrscheinlichkeit und die maximal möglichen Verluste eines Produktes dürfen in einer strukturierten Beratung nicht fehlen. Um Zeit und Kosten zu sparen, sollte der Finanzdienstleister moderne Medien benutzen. Es gibt einige gute Programme im Internet, mit denen der Kunde sein Risikobewusstsein schärfen kann. Zum Beispiel hat die neuste ökonomische Forschung ergeben, dass Kunden Risiken am besten einschätzen können, wenn sie diese beispielhaft durch Simulationen selbst austesten können.¹⁴ Schliesslich ist es hilfreich, wenn die verschiedenen Anlagemöglichkeiten auf einen Blick vergleichbar werden. Der schweizerische Gesetzgeber schlägt deshalb sogenannte «Basis Informati-

¹² ANNAMARIA LUSARDI/OLIVIA S. MITCHELL, Financial Literacy: Evidence and Implications for Financial Education, in: TIAA-CREF Institute, Trends and Issues, May 2009, 1 ff., <<http://www.dartmouth.edu/~alusardi/Papers/T&I--Financial%20Literacy--Lusardi%20and%20Mitchell.pdf>>; OECD, Improving Financial Literacy, Analysis of Issues and Policies, Paris 2005, 1 ff.

¹³ MARKUS GLASER/MARTIN WEBER, Why Inexperienced Investors Do Not Learn: They Don't Know Their Past Portfolio Performance, Finance Research Letters 4 (2007), 203 ff.

¹⁴ CHRISTINE KAUFMANN/MARTIN WEBER/EMILY HAISLEY, The role of experience sampling and graphical displays on one's investment risk appetite, Management Science 59 (2013), 323 ff.; MEIKE BRADBURY/THORSTEN HENS/STEFAN ZEISBERGER, How Experience Sampling Affects Risk Taking Behavior in Financial Product Choices, Review of Finance Vol. 19(3) (2015), 1019 ff.

onsblätter», BIB, vor, welche in Europa «Key Investor Information Document», KIID, heissen.

5. Risikotoleranz

Die Wissenschaft begann zunächst damit, die Risikotoleranz anhand von sozioökonomischen Charakteristika der Anleger zu ermitteln. Hierunter versteht man beobachtbare soziologische und ökonomische Unterschiede der Anleger, wie zum Beispiel ihr Alter, Geschlecht, die Ausbildung oder gar die Religion. Dabei ging man folgendermassen vor: Die Risikotoleranz wurde in einer grossen Gruppe von Anlegern durch das Risiko im gehaltenen Portfolio erfasst und dann wurde statistisch ermittelt, ob sich das Risiko der Portfolios durch Unterschiede in den sozioökonomischen Variablen erklären liess.

In der Praxis würde dies bedeuten, dass man die Risikotoleranz anhand eines Punktesystems festlegen kann, in welchem jede der genannten Eigenschaften gemäss ihrer statistischen Bedeutung gewichtet wird. Die Risikotoleranz ergibt sich dann aus der Summe der Punkte. Der grosse Vorteil dieses Vorgehens ist, dass die Eigenschaften, aufgrund derer die Risikotoleranz ermittelt wird, objektiv nachprüfbar sind. Sollte es später zu einer gerichtlichen Auseinandersetzung kommen, ergäbe es dank dieser Methode keinen Streit mehr über die Fakten, auf denen die Ermittlung der Risikotoleranz beruhte.

Der grosse Nachteil der sozioökonomischen Methode liegt aber darin, dass ihre Ergebnisse bloss im Durchschnitt über viele Personen hinweg gelten. Persönliche Eigenschaften, die die Risikotoleranz des Einzelnen womöglich viel stärker bestimmen als sein Alter, sein Geschlecht, seine Ausbildung oder seine Religion, werden in diesem Verfahren statistisch herausgemittelt. Zudem kann es durchaus sein, dass die beobachteten Portfolios nicht der richtigen Risikotoleranz entsprechen, da, wie vorne schon gesagt, Privatanleger typischerweise keine geeigneten Portfolios halten.

Ausgehend von der verhaltensorientierten Finanzmarkttheorie (Behavioral Finance) hat sich in den letzten Jahren eine psychologisch motivierte Methode zur Bestimmung der Risikotoleranz herausgebildet. Die Wegbereiter der Behavioral Finance, die Professoren DANIEL KAHNEMAN und AMOS TVERSKY, haben Personen Lotteriefragen vorgelegt und daraus die mit dem Nobelpreis ausgezeichnete Prospekttheorie entwickelt. Die zentrale Frage, die sich aus der Prospekttheorie ergibt, erfragt, wie viel ein Investor bereit ist zu verlieren, wenn er eine 50%-Chance hat, 1000 Fr. zu gewinnen. Viele Studien zeigen, dass die Beantwortung dieser Frage die besten Hinweise auf die Risi-

kotoleranz der Anleger gibt.¹⁵ Zusammen mit ähnlichen Fragen erlauben die Antworten eine theoriebasierte Auswertung, die die individuelle Risikotoleranz stabil ermittelt.

6. Anlagestil

Die bislang durchlaufenen Schritte des strukturierten Beratungsprozesses legen das sogenannte Risikoprofil des Anlegers fest. Es gibt an, wie viel Risiko der Kunde tragen kann, um für ihn zielführende Renditen zu erreichen. Jedoch legt das Risikoprofil nicht fest, mit welcher Anlagestrategie und mit welchen Produkten die Rendite und Risikoziele erreicht werden sollen. Die Diskussion um die beste Anlagestrategie an der Börse ist mindestens so alt wie die Börse selbst. Es gibt Anlagestile, die sich über die Jahrhunderte als sinnvoll erwiesen haben, wie zum Beispiel das Kaufen und Halten eines gut diversifizierten Portfolios von Einzeltiteln, was bei Privatanlegern sehr beliebt ist. Ebenso sinnvoll ist das Rebalanzieren von Assetklassen, was institutionelle Anleger häufig verfolgen. Beim Rebalanzieren legt man die prozentuale Aufteilung des Vermögens fest und achtet beim Auf und Ab an der Börse darauf, dass die Asset-Allokation in der Nähe dieser Aufteilung bleibt, d.h. nach überproportionalen Gewinnen einer Anlageklasse muss man Anlagen in dieser Anlageklasse verkaufen – nach überproportionalen Verlusten nachkaufen.

Da der Finanzmarkt aber einem ständigen technologischen Wandel unterzogen ist, gibt es auch immer wieder neue Anlagestile, die vor Jahren noch nicht möglich waren. Aktuell sind zum Beispiel Anlagestrategien populär geworden, die Informationen aus dem Internet benutzen. Keine dieser Strategien ist in jeder Hinsicht allen anderen Strategien überlegen. Eine Aufgabe der Beratung ist deshalb, eine Strategie zu empfehlen, mit der sich der Kunde identifizieren kann. Nur so kann erreicht werden, dass der Kunde seine Strategie langfristig durchhält. Ein Kunde, der überzeugt ist, dass man Substanzwerte wie Nestle, Novartis und Roche kaufen und langfristig halten sollte, wird einer aktiven Hedge Fund Strategie nicht vertrauen, selbst wenn sie bislang bessere Renditen erzielt hat.

7. Überwachung

Da der Finanzmarkt sehr dynamisch ist, genügt es nicht, die Anlagestrategie einmal festzulegen sondern man muss permanent darauf achten, dass das Portfolio noch den Strategievorgaben entspricht. Rendite und Risikokennziffern müssen fortlaufend erhoben werden und es muss dem Kunden gezeigt werden, welche der in der Bedürfnisanalyse festgelegten Ziele aktuell noch erreichbar sind.

¹⁵ KREMENA BACHMANN/THORSTEN HENS/REMO STOESEL, Designing A Risk Profiler: Which Measures Predict Risk Taking?, SSRN No. 2535859 (2015), SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2535859>>.

III. Der Beratungsprozess aus juristischer Sicht

1. Heutige Regelung

a) Zivilrechtliche Pflichtenlage

Ausgangspunkt der juristischen Überlegungen, ob und wann eine Prüfung der Angemessenheit und Geeignetheit einer Finanzdienstleistung/eines Finanzinstruments erfolgen muss, ist die Pflicht zur Wahrung der Kundeninteressen (auch Treuepflicht genannt).¹⁶ Aus dieser lassen sich eine pflichtenbegründende Funktion (aktive Komponente oder Förderpflicht) und eine Schrankenfunktion ableiten. Mit der Förderpflicht wird die Verpflichtung des Auftragnehmers umschrieben, sich für die Erreichung der Kundeninteressen einzusetzen. Die Schrankenfunktion verpflichtet den Auftragnehmer, alles zu unterlassen, was den Kunden schädigen könnte (Interessenkonflikte, Churning, Frontrunning etc.). Inhalt und Umfang der konkretisierten «Treuepflichten» sind einzelfallabhängig. Insbesondere die aus der Treuepflicht abgeleitete Förderpflicht hängt stark von den konkreten Vereinbarungen und den Verhältnissen der beteiligten Parteien ab. So ist etwa das Ausmass der aufseiten des Beauftragten aufzuwendenden Anstrengungen höher, wenn es sich um einen Anbieter professioneller Leistungen, wie die Vermögensanlage durch Banken, handelt. Der Bedarf nach Aufklärung aufseiten des Anlegers variiert je nach dessen Wissensstand bzw. Professionalität.

Die Prüfung der Angemessenheit bzw. der Geeignetheit gehört zur pflichtenbegründenden Funktion der Interessenwahrungspflicht. Die Beantwortung der Frage, ob und von wem die Angemessenheit und Geeignetheit einer Finanzdienstleistung und/oder eines Finanzinstruments für den Kunden festzustellen ist, hängt nach dem Gesagten vom Inhalt des konkreten Vertragsverhältnisses und den Umständen des Einzelfalls ab,¹⁷ auf die nachfolgend einzugehen ist. Im Bereich des Effektengeschäfts unterscheidet man herkömmlich drei Geschäftsarten, nämlich die Vermögensverwaltung, die Anlageberatung und das reine Depotgeschäft.

aa) Vermögensverwaltung

«Mit dem Vermögensverwaltungsvertrag beauftragt der Kunde eine hierfür als besonders qualifiziert angesehene Person (Vermögensverwalter) oder Gesellschaft (Bank), die Verwaltung eines bestimmten Vermögens gegen Honorar selbständig im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie und zwecks Erreichens des persönlichen Anlagezieles

¹⁶ Hierzu und zum Folgenden ROLF SETHE, Die Treuepflichten der Banken bei der Vermögensanlage, AcP 212 (2012), 80 ff.

¹⁷ Ausführlich dazu bereits URS SCHENKER, Die rechtliche Position des Kunden, sowie KATHRIN HEIM/ANDREA PFIFFNER, Gesetzliche und regulatorische Übersicht, beide in: Heim (Hrsg.), Suitability & Appropriateness, Zürich 2012, 1 ff. bzw. 63 ff.

des Kunden zu besorgen.»¹⁸ Bei der Vermögensverwaltung handelt es sich nach heute herrschender Meinung um einen Auftrag.¹⁹ Der Vermögensverwalter übernimmt die Aufgabe, das Kundenvermögen anzulegen und fortlaufend daraufhin zu überwachen, ob das Portfolio noch der vereinbarten Anlagestrategie entspricht und ob die einzelnen ausgewählten Finanzinstrumente zur Anlagestrategie passen. Ist dies nicht der Fall, muss er das Vermögen umschichten, um Konformität mit der Anlagestrategie herzustellen (oder muss diese mit dem Kunden abändern). Der Vermögensverwalter legt zu Beginn der Vertragsbeziehung die Anlagestrategie fest und ist bei seinen anschliessenden Entscheidungen in Bezug auf das Kundenvermögen, die er ohne Rücksprache mit dem Kunden trifft, an diese Anlagestrategie gebunden. Sie schränkt sein Ermessen ein. Um eine Anlagestrategie festlegen zu können, muss der Vermögensverwalter ein Kundenprofil erstellen. Dazu hat er sich sorgfältig beim Kunden nach dessen Anlagezielen, seiner Risikofähigkeit (bisweilen Risikotragungsfähigkeit genannt) und Risikobereitschaft, seinen finanziellen Verhältnissen und seinen Vorerfahrungen mit Wertpapiergeschäften zu erkunden («Know Your Customer»²⁰).²¹ Der Umfang der Erkundigungspflicht ist einzelfallabhängig. So wird man bei einem als professionell anzusehenden Kunden davon ausgehen können, dass der Finanzintermediär nur die Anlageziele ermitteln muss und der Kunde im Übrigen selbst seine finanziellen Verhältnisse und Vorerfahrungen beurteilen kann.²²

Sofern der Kunde Einzelweisungen in Bezug auf den Kauf oder Verkauf einzelner Finanzinstrumente erteilt, muss der Vermögensverwalter prüfen, ob diese Weisung mit der Anlagestrategie vereinbar ist.²³ Ist sie vereinbar, führt der Verwalter das Effektesgeschäft durch. Ist sie es nicht, muss der Vermögensverwalter den Kunden warnen²⁴ und mit ihm die Frage besprechen, ob die Anlagestrategie geändert werden soll. Bleibt

¹⁸ BGer 4A_364/2013 vom 5. März 2014, E. 5.1 (m.w.N.).

¹⁹ BGE 138 III 755, E. 4.2; BGer 4A_427/2011 vom 29. November 2011, E. 3.; BGer 4A_140/2011 vom 27. Juni 2011, E. 2.1; P. CHRISTOPH GUTZWILLER, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich 2008, 26; JEAN-MARC SCHALLER, Handbuch der Vermögensverwaltung, Zürich 2013, N 94 Fn. 201; TRAUTMANN/VON DER CRONE (Fn. 10), 135; ROLF SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., München/Basel/Wien 2016, § 25 N 3; ROLF H. WEBER/THOMAS ISEL, Vertriebsträger im Finanzmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2008, N 131 ff., 151.

²⁰ Zur Entwicklung des Begriffs und Konzepts im Allgemeinen SYLVAIN MATTHEY, Know Your Customer: Quo Vadis?, SZW 88 (2016), 123 ff.

²¹ SETHE (Fn. 19), § 25 N 25 ff. (m.w.N.).

²² Zu Einzelheiten EVA KÜNZI PEDITTO, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 26 N 28 ff.

²³ Dass diese Pflicht besteht, ist unstrittig. SCHALLER (Fn. 19), N 285 bezeichnet sie als weiteren Suitability Test. Hiergegen wendet sich BÜHLER (Fn. 2), 6, der jedoch verkennt, dass es sich nur um einen terminologischen Streit handelt, da er SCHALLER in der Sache folgt, vgl. BÜHLER (Fn. 2), 6 li. Sp. unten.

²⁴ CHRISTIAN RÖTHLIN, Investment Suitability – Neue Herausforderungen in der Anlageberatung, Zürich 2011, 29 f.

die Anlagestrategie unverändert und besteht der Kunde trotz Warnung auf dem Geschäft, wird der Vermögensverwalter zwar das Geschäft ausführen, aber die Effekten in einem Unterdepot buchen, damit er sie nicht fortlaufend überwachen muss und sie ihm nicht die Performance verderben.²⁵

bb) Anlageberatung

Bei der Anlageberatung erteilt der Berater einen auf die persönliche und finanzielle Situation des Kunden abgestimmten Rat über die Anlage von Vermögen. Die eigentliche Anlageentscheidung trifft der Kunde. Dies unterscheidet die Anlageberatung von der Vermögensverwaltung, bei der der Verwalter ohne vorherige Rücksprache die Anlageentscheidungen trifft. Die Anlageberatung ist unstreitig als Auftrag zu qualifizieren.²⁶

Es wird unterschieden zwischen einer bloss punktuellen Anlageberatung, bei der ein Kunde jeweils wegen einzelner Anlageentscheidungen Rat sucht, und der Daueranlageberatung, bei welcher der Berater sich verpflichtet, das Kundendepot laufend zu beobachten und den Kunden zu kontaktieren, sobald eine Umschichtung angeraten ist. Den Anlageentscheid trifft dann – im Unterschied zur Vermögensverwaltung – der Kunde selbst. In beiden Varianten muss der Anlageberater ein Kundenprofil erstellen, also die vorne beschriebene «Know-Your-Customer-Rule» einhalten, denn eine sinnvolle, auf die Verhältnisse des Kunden abgestimmte Beratung lässt sich nur erbringen, wenn man die Verhältnisse des Kunden auch kennt.

cc) Reines Ausführungs-/Depotgeschäft

Wünscht der Kunde lediglich die Ausführung eines Effektenhandelsgeschäfts am Sekundärmarkt ohne darüber hinausgehenden Anlagerat (reines Ausführungs- oder Depotgeschäft, auch Execution-only-Geschäft genannt²⁷), kommt keine Anlageberatung, sondern nur ein gewöhnliches Effektingeschäft zustande. Hier sind verschiedene Varianten zu unterscheiden:

1. Regelmässig richtet sich das Effektingeschäft nach Kommissionsrecht (Art. 425 ff. OR).
2. Tritt der Kommissionär als Eigenhändler ein (Art. 436 OR), ist gemäss Art. 436 Abs. 3 OR Kaufrecht anzuwenden. Trotz des eindeutigen Wortlauts der Norm herrscht Einigkeit, dass sich das Rechtsverhältnis zwischen dem Effekthändler und dem Kunden mit der Erklärung des Selbsteintritts von einem Kommissions- bzw. Auftragsverhältnis zu einem gemischten Verhältnis mit kaufrechtlichen und

²⁵ Einzelheiten bei ROLF SETHE/STEFAN HÄRTNER, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 27 N 60 ff.

²⁶ BGer 4A_336/2014 vom 18. Dezember 2014 («Swatch ./ UBS»), E. 4.

²⁷ S.o. Fn. 7.

auftrags- bzw. kommissionsrechtlichen Elementen wandelt.²⁸ Bis zum Inkrafttreten der aufsichtsrechtlichen Bestimmung von Art. 11 BEHG, der Rechtsprechung und Lehre auch zivilrechtliche Wirkung beimessen²⁹, war umstritten, ob der Effektenhändler auch beim Selbsteintritt den auftragsrechtlichen Treue- und Sorgfaltspflichten untersteht. Ein Teil der Lehre verneinte dies unter Hinweis auf Art. 436 Abs. 3 OR.³⁰ Die Gegenauffassung betonte den in Art. 425 Abs. 2 OR enthaltenen Verweis auf das Auftragsrecht, der auch bei der Kommission im Wege des Selbsteintritts gelte, und hielt die Treuepflicht daher für anwendbar.³¹ Seit dem Erlass von Art. 11 BEHG hat sich der Streit erledigt, denn die in Art. 11 BEHG geregelten Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten³² gelten unbestritten auch für die zivilrechtlichen Rechtsbeziehungen zwischen den Beteiligten und zwar für sämtliche Varianten der Auftragsausführung.³³

3. Eher selten wird das Effektengeschäft als sog. Festpreisgeschäft oder Propergeschäft ausgeführt (z.B. bei Blocktransaktionen oder Over-the-Counter-Geschäften). Hier kommt allein das Kaufrecht zur Anwendung, das keine Treuepflichten kennt.³⁴ Dennoch bejahte ein Teil des Schrifttums auch hier eine Treuepflicht, da im Mittelpunkt der Rechtsbeziehung zwischen dem Effektenhändler und seinem Kunden die Vertrauensstellung stehe und es aus Sicht des Kunden keinen Unterschied mache, in welcher Vertragsform sein Geschäft abgewickelt werde.³⁵ Auch dieser Meinungsstreit hat sich durch die Einführung von Art. 11 BEHG erledigt, da

²⁸ DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 1231; JOSEF HOFSTETTER, Schweizerisches Privatrecht, Bd. VII/2, Basel 1979, 160; ZK-OSER/SCHÖNENBERGER, Zürich 1945, N 3 zu Art. 436 OR; BSK OR I-LENZ/VON PLANTA, 6. Aufl., Basel 2015, Art. 436 N 3; ROLF WATTER, Handel in Wertschriften auf einer Netto-Basis, in: Walder/Jaag/Zobl (Hrsg.), FG Schweizerischer Juristentag, Zürich 1994, 181, 184.

²⁹ BÜHLER (Fn. 2), 3 f.; SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 24 N 29 (m.w.N.).

³⁰ So URS P. ROTH, Aufklärungspflichten im Vermögensanlagegeschäft der Banken, in: FS Kleiner, Zürich 1993, 1, 20 ff.; URS P. ROTH, in: Hertig et al. (Hrsg.), BEHG, Loseblatt, Zürich 2000, N 17 zu Art. 11 BEHG; BSK BEHG-HERTIG/SCHUPPISSER, 1. Aufl., Basel 1999, Art. 11 N 10.

³¹ WATTER (Fn. 28), 184; ALEXANDER WYSS, Verhaltensregeln für Effektenhändler, Lachen 2000, 52 f. – jeweils m.w.N.

³² Unter rechtsvergleichenden Aspekten erwähnenswert ist der Umstand, dass ein Teil der Lehre die Aufklärungspflicht des Beauftragten unter die Sorgfaltspflicht subsumiert, während das Bundesgericht sie zu den Treuepflichten zählt (so die Analyse von ROTH (Fn. 30), N 14 zu Art. 11 BEHG, wobei der dort angeführte Beleg falsch ist). Hintergrund ist der im schweizerischen Recht bestehende Streit, ob der Begriff der Sorgfaltspflichtverletzung die objektive Ebene der Pflichtverletzung oder die subjektive Ebene des Verschuldens meint, vgl. den Meinungsüberblick bei VALENTIN JENTSCH/HANS CASPAR VON DER CRONE, Informationspflichten der Bank bei der Vermögensverwaltung: Kundenprofil und Risikoaufklärung, SZW 83 (2011), 639, 644 Fn. 34.

³³ ZOBL/KRAMER (Fn. 28), N 1231 ff., 1240; WYSS (Fn. 31), 53.

³⁴ Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommision vom 20. Dezember 2006, EBK-Bulletin 51/2008, 130; ROTH (Fn. 30), N 17 zu Art. 11 BEHG; WYSS (Fn. 31), 32.

³⁵ WYSS (Fn. 31), 33, 53.

diese Vorschrift unbestritten auch für Festpreisgeschäfte gilt.³⁶ Es lässt sich daher feststellen, dass auch beim Execution-only-Geschäft die Treuepflicht dem Grunde nach anzuwenden ist.

Damit ist aber noch nicht die Folgefrage beantwortet, welche Intensität sie jeweils hat. Die Schrankenfunktion der Treuepflicht gilt uneingeschränkt, so dass die Finanzdienstleister auch beim reinen Depotgeschäft Interessenkonflikte (z.B. in Form von Kurschnitten) vermeiden bzw. minimieren müssen. Grosse Unterschiede bestehen aber hinsichtlich der Frage, ob die Bank auch zur aktiven Interessenwahrung (Förderpflicht) gegenüber dem Kunden verpflichtet ist, indem sie ihn von sich aus aufklärt oder warnt, wenn er ein unangemessenes Geschäft tätigen will. Diese in der EU als «Angemessenheitstest» bezeichnete Pflicht wird in der Schweiz sowohl bei der Kommission als auch beim Festpreisgeschäft abgelehnt. Das schweizerische Recht betont den Grundsatz der Eigenverantwortung des Anlegers und kennt bislang keine Angemessenheitsprüfung. Konsequenterweise wird für den Bereich der Execution-only-Geschäfte daher auch das Bestehen einer Explorationspflicht verneint. Führt die Bank für einen Kunden ein Einzelgeschäft aus, ist sie also grundsätzlich nicht zu einer generellen Interessenwahrung verpflichtet.

Ausnahmsweise bejaht wird jedoch eine Aufklärungspflicht auf Verlangen des Kunden oder bei Vorliegen besonderer Umstände.³⁷ Solche bestehen nach Ansicht des Bundesgerichts bei offensichtlich erkennbarer Aufklärungsbedürftigkeit des Kunden oder bei Bestehen eines besonderen Vertrauensverhältnisses zwischen Bank und Kunde, aus welchem Letzterer nach Treu und Glauben auch unaufgefordert Beratung und Abmahnung erwarten darf.³⁸ Die Grenze zur Anlageberatung ist in diesem Bereich fließend. Zudem ist auch die Grenze zum Angemessenheitstest berührt, denn die vom Bundesgericht postulierte Warnpflicht ist genau jene, die als Rechtsfolge des Angemessenheitstests vorgesehen ist. Es fehlt also lediglich der Teil des Tests, der in der Erkundigung nach den Vorerfahrungen besteht. Eine solche Erkundigung ist aber in den vom Bun-

³⁶ FRANCA CONTRATTO, *Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht*, Zürich 2006, 344 ff.; ROTH (Fn. 30), N 28 zu Art. 11 BEHG; WYSS (Fn. 31), 53; ZOBL/KRAMER (Fn. 28), N 1231 ff., 1240.

³⁷ BGer 4C.265/2001 vom 15. Januar 2002, E. 2a; BGE 119 II 333, E. 5a; BGE 133 III 98, E. 7.1.2; ZOBL/KRAMER (Fn. 28), N 1241.

³⁸ BGE 133 III 97, E. 7.1.1; 119 II 333, E. 5a; BGer 4C.265/2001 vom 15. Januar 2002, E. 2a; BGer 4C.108/2002 vom 23. Juli 2002 (= Pra 92 (2003), Nr. 51), E. 2b; BGer 4C.410/1997 vom 23. Juni 1998 (= Pra 77 (1998) Nr. 155), E. 3b; vgl. zum Ganzen MIRJAM EGGEN, *Finanzprodukte – Auftrag oder Kauf?*, SZW 83 (2011), 625, 629; CHRISTIAN THALMANN, *Von der vorvertraglichen Aufklärungspflicht der Bank zur börsengesetzlichen Informationspflicht des Effektenhändlers*, in: FS Druey, Zürich 2002, 971, 973 ff.; CHRISTIAN THALMANN, *Die Sorgfaltspflicht der Bank im Privatrecht insbesondere im Anlagegeschäft*, ZSR 133 (1994) II, 118, 229 ff.

desgericht untersuchten Fällen auch nicht nötig gewesen, weil der Finanzintermediär den Kunden bereits kannte.³⁹

dd) Zwischenfazit

Für das Zivilrecht lässt sich also feststellen, dass die Treuepflicht für alle drei Formen der Ausführung von Effektengeschäften gilt. Hinsichtlich der inhaltlichen Ausprägung der Pflicht muss nach Art der Dienstleistung und dem Ausmass an Professionalität des Kunden differenziert werden. Bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung besteht eine zivilrechtliche Pflicht, für den Kunden nur geeignete Finanzdienstleistungen und/oder Finanzinstrumente herauszusuchen bzw. eine geeignete Anlagestrategie festzulegen und auf deren Basis geeignete Produkte herauszusuchen. Dies setzt die Erstellung eines Kundenprofils voraus. Im Ergebnis kennt das Zivilrecht daher bereits einen Geeignetheitstest.

Bei Execution-only-Beziehungen wird das Bestehen von Warn- oder Aufklärungspflichten verneint. Ein Angemessenheitstest ist nicht gefordert. In Ausnahmefällen bejaht die Rechtsprechung aber dennoch solche Pflichten, nämlich bei offensichtlich erkennbarer Aufklärungsbedürftigkeit des Kunden oder bei Bestehen eines besonderen Vertrauensverhältnisses zwischen Bank und Kunde, aus welchem Letzterer nach Treu und Glauben auch unaufgefordert Beratung und Abmahnung erwarten darf. Diese Fallgruppe ähnelt derjenigen in der EU, die als Angemessenheitstest bezeichnet wird. Hierauf wird zurückzukommen sein.

b) Aufsichtsrechtliche Pflichtenlage

Das reine Depotgeschäft erfordert eine Bewilligung als Effektenhändler (Art. 10 BEHG). Die Bewilligungsträger unterliegen damit den Verhaltenspflichten aus Art. 11 BEHG. Auch die im Rahmen des KAG tätigen Bewilligungsträger (vgl. Art. 2 KAG) unterliegen den Verhaltenspflichten des Art. 20 KAG. Geschuldet ist danach eine Informations-, Sorgfalts- und Treuepflicht. Allerdings ist man sich einig, dass die Normen nur Generalklauseln darstellen. Die Treuepflicht beschränkt sich daher im Wesentlichen auf die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten und umschreibt die Förderpflicht nicht näher. Aus Art. 11 BEHG und Art. 20 KAG kann daher keine Pflicht zur Durchführung eines Suitability Tests oder Appropriateness Tests abgeleitet werden.⁴⁰ Hiervon gehen auch die zur Auslegung von Art. 11 BEHG erlassenen Verhaltensregeln für Effektenhändler der Bankiervereinigung in ihren Art. 2, 8 ff. aus.⁴¹

³⁹ Vgl. dazu auch ROLF SETHE, Einige Bemerkungen zum geplanten Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG), in: FS Köndgen, Köln 2016, 599, 613 f.

⁴⁰ BGE 133 III 97, E. 5.4; BSK BEHG-BAHAR/STUPP, 2. Aufl., Basel 2010, Art. 11 N 32; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, 2. Aufl., Basel 2015, Art. 20 N 2; BÜHLER (Fn. 2), 4; RÖTHLIN

Die Leistungen der Anlageberatung und der individuellen Vermögensverwaltung unterstehen bislang keiner Bewilligungspflicht oder prudentiellen Aufsicht, weshalb unabhängige Anlageberater und unabhängige (externe) Vermögensverwalter nicht von der FINMA überwacht werden. Sie haben sich jedoch aufgrund der Vorgaben des GwG regelmässig einer Branchenorganisation angeschlossen, die ihrerseits in Selbstregulierungserlassen auch Verhaltenspflichten gegenüber dem Kunden festlegen.⁴² Diese Selbstregulierungserlasse zur Vermögensverwaltung orientieren sich inhaltlich am Rundschreiben 2009/1⁴³ der FINMA zu den Eckwerten im Bereich der Vermögensverwaltung, das in seinem ersten Abschnitt Vermögensverwalter verpflichtet, unter Berücksichtigung der Erfahrungen und Kenntnisse des Kunden ein Risikoprofil zu erstellen, das die Risikobereitschaft und die Risikofähigkeit des Kunden festhält. Gestützt auf dieses Risikoprofil, die Vermögensverhältnisse und die Anlagebeschränkungen ist mit dem Kunden die Anlagestrategie festzulegen.⁴⁴ Die Einhaltung der Selbstregulierungserlasse wird in der Theorie von den Branchenorganisationen kontrolliert.⁴⁵ Die Erlasse entfalten zudem *indirekte* Wirkung auf das Vertragsrecht, da sie entweder als kodifizierte Handelsusanz oder aber als Konkretisierung der für die Vermögensverwaltung geltenden Sorgfaltspflichten angesehen werden, so dass Gerichte sie bei der (ergänzenden) Vertragsauslegung zu berücksichtigen haben.⁴⁶ Zudem wird ein Kunde,

(Fn. 24), 24; SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 24 N 29; ROLF H. WEBER, Börsenrecht, 2. Aufl., Zürich 2013, Art. 11 N 11.

⁴¹ SCHWEIZERISCHE BANKIERVEREINIGUNG, Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäfts von 2008.

⁴² Vgl. die Auflistung bei SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 24 N 88.

⁴³ FINMA-RS 2009/1 Eckwerte Vermögensverwaltung vom 18. Dezember 2008, zuletzt geändert am 30. Mai 2013. Zu den Eckwerten vgl. ANDREAS BOHRER/SEBASTIAN HARSCH/CHRISTIAN REHM/ERIC HUGGENBERGER/DIRK SPIEGEL, Finanzmarktrecht – Entwicklungen 2013, 80 ff.; FRANCA CONTRATTO, Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter nach FINMA-Rundschreiben 2009/1: Nährboden für strukturelle Vollzugsdefizite?, SZW 82 (2010), 341 ff.; MATTHIAS KUSTER, AJP 19 (2010), 895 ff.; TRAUTMANN/VON DER CRONE (Fn. 10), 158 f.; SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 24 N 66 ff.

⁴⁴ In der Sache schreiben die Richtlinien damit einen Suitability Test bei der Abfassung der Anlagestrategie vor.

⁴⁵ Vgl. die Kritik an der mangelhaften Durchsetzung bei CONTRATTO (Fn. 43), 355 ff.; SUSAN EMENEGGER/RAHEL GOOD, in: Sethe et. al. (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich/Basel/Genf 2013 (= SSFM 108), 85, 113; SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 24 N 72 (m.w.N.).

⁴⁶ BGer vom 1. Dezember 1987, Semjud 110 (1988) 337, 340; BGE 132 III 460, E. 4.3; BGer 4C.45/2001 vom 31. August 2011, E. 4a; BGer 4C.205/2006 vom 21. Februar 2007, E. 3.3; BGer 4C.385/2006 vom 2. April 2007, E. 4.2.2; BÜHLER (Fn. 2), 4; DIETER SPÄLTI, Die rechtliche Stellung der Bank als Vermögensverwalterin, Diss. Zürich 1989 (= SSHW 116), 43 f., 78 f.; GUTZWILLER (Fn. 19), 60 ff.; KLAUS J. HOPT, Rechtsprobleme der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung der Schweizer Banken, in: von Graffenried (Hrsg.), Beiträge zum schweizerischen Bankenrecht, Bern 1987, 135 ff., 150 ff.; TRAUTMANN/VON DER CRONE (Fn. 10), 159; DIETER

der einen Vermögensverwaltungsvertrag abschliesst, in guten Treuen erwarten können, dass sich der Finanzintermediär an die Richtlinien hält.⁴⁷

Unterliegt ein Finanzintermediär aufgrund anderer Tätigkeiten, wie etwa dem Einlagen- oder Kreditgeschäft, ohnehin der Aufsicht der FINMA, erstreckt sich diese Aufsicht auch auf die vom Finanzintermediär angebotenen bewilligungsfreien Finanzdienstleistungen, da dieser als Ganzes überwacht wird.⁴⁸ Aus diesem Grund werden Banken, Effekthändler oder Beaufsichtigte nach dem KAG auch hinsichtlich der erbrachten Anlageberatungen oder individuellen Vermögensverwaltungen beaufsichtigt. Die FINMA sieht die Verletzung vertraglicher Pflichten als mit dem Erfordernis der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit nicht vereinbar an, wenn ein Bewilligungsträger das Gebot redlichen Verhaltens und der Sorgfalt, die man von einem seriösen Bankier erwarten darf, offensichtlich nicht einhält. Die Aufsicht kontrolliert daher – auch ohne dass das BankG ausdrückliche aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten im Bereich der Anlageberatung und Vermögensverwaltung enthält – bereits *de lege lata* das Verhalten der Banken gegenüber Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungskunden.⁴⁹ Dabei berücksichtigt sie auch die branchenüblichen Standards,⁵⁰ die u.a. in Selbstregulierungserlassen niedergelegt sind.⁵¹ So hat die Bankiervereinigung Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge herausgegeben.⁵² Danach muss die Bank, um die Interessen des Kunden zu kennen, ein Risikoprofil erstellen, das die Risikobereitschaft und Risikofähigkeit des Kunden, seine finanzielle Situation, seine Anlageziele sowie seine Kenntnisse und Erfahrungen festhält. Bei dieser Exploration unterscheiden die Richtlinien nicht zwischen verschiedenen Kundenkategorien. Aus dem Risikoprofil entwickelt die Bank eine entsprechende Anlagestrategie, ggf. unter Berücksichtigung von Weisungen des Kunden, welche sie dem Kunden erläutert. In der

ZOBL, Der Vermögensverwaltungsauftrag der Banken, in: FS Schlupe, Zürich 1988, 319 ff., 325 f.; URS ZULAUF, Aufsicht und Überwachung der Vermögensverwalter in der Schweiz – Status Quo und Ausblick, WuR 42 (1990), 141, 150.

⁴⁷ Will ein Kunde die unmittelbare Einbeziehung der Richtlinien in den Vertrag erreichen, muss er dies vereinbaren. Derartige Fälle kommen in der Praxis durchaus vor, vgl. URS EMCH/HUGO RENZ/RETO ARPAGAU, Das Schweizerische Bankgeschäft, 7. Aufl., Zürich 2011, Rn. 1591.

⁴⁸ SCHALLER (Fn. 19), N 668, 697; SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 24 N 9.

⁴⁹ Statt vieler SANDRO ABEGGLEN, Vermögensverwaltung durch die Bank, SZW 73 (2001), 179, 182; SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 24 N 16. Die extensive Auslegung des Gewährsartikels wird im Schrifttum teilweise kritisch gesehen, vgl. etwa ULRICH HÄFELIN/GEORG MÜLLER/FELIX UHLMANN, Allgemeines Verwaltungsrecht, 7. Aufl., Zürich/St. Gallen 2016, N 349; CHRISTOPH B. BÜHLER, Gewährsartikel: Regulierung der FINMA an der Grenze von Rechtsetzung und Rechtsanwendung, SJZ 110 (2014), 25 ff.

⁵⁰ BÜHLER (Fn. 2), 4.

⁵¹ Auch diesen Richtlinien kommt eine zivilrechtliche Wirkung zu, vgl. die Nachweise in Fn. 46, 47.

⁵² SCHWEIZERISCHE BANKIERVEREINIGUNG, Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge vom 6. November 2013; dazu etwa SETHE, in: Schäfer/Sethe/Lang (Fn. 19), § 24 N 73 ff.

Sache schreiben die Richtlinien der SBVg damit einen Suitability Test bei der Abfassung der Anlagestrategie vor.⁵³

Zusammengefasst lässt sich damit feststellen, dass das Aufsichtsrecht eine sehr uneinheitliche Regelungsstruktur und -dichte aufweist. Eine gesetzliche Vorgabe zur Durchführung eines Suitability Tests oder eines Appropriateness Tests findet sich im derzeit gültigen Aufsichtsrecht nicht. In der Selbstregulierung ist für den Bereich der Vermögensverwaltung die Erstellung eines Risikoprofils oder Kundenprofils vorgeschrieben, was der Sache nach dem Suitability Test (dazu sogleich unter III. 2.) entspricht. Für die Anlageberatung fehlen vergleichbare Vorgaben. Beim reinen Depotgeschäft folgt weder aus den gesetzlichen Vorgaben noch aus der Selbstregulierung eine Verpflichtung zur Durchführung eines Appropriateness Tests.

Um das schweizerische Recht den internationalen Standards anzugleichen und den Anlegerschutz im Inland zu stärken, sieht der Entwurf eines Finanzdienstleistungsgesetzes (E-FIDLEG) die Einführung einer aufsichtsrechtlichen Pflicht zur Durchführung eines Suitability Tests und eines Appropriateness Tests vor.⁵⁴ Dabei orientiert man sich bewusst an den europäischen Vorgaben, die übernommen werden sollen,⁵⁵ um Äquivalenz mit dem EU-Recht und damit den Marktzugang für schweizerische Institute zu erreichen.⁵⁶ Daher soll zunächst die Regelung der MiFID II dargestellt werden, bevor auf das geplante FIDLEG eingegangen wird.

2. Regelung gemäss MiFID/MiFID II

a) Beratungsleistungen

Art. 25 Abs. 2 MiFID II bestimmt: «Erbringt die Wertpapierfirma Anlageberatung- oder Portfolio-Management, holt sie die notwendigen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrung des Kunden oder potenziellen Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, seine finanziellen Verhältnisse, einschließlich seiner Fähigkeit, Verluste zu tragen, und seine Anlageziele, einschließlich seiner Risikotoleranz, ein, um ihr zu ermöglichen, dem Kunden oder potenziellen Kunden Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente zu

⁵³ So im Ergebnis auch TRAUTMANN/VON DER CRONE (Fn. 10), 144 im Text und in Fn. 45. Anders BÜHLER (Fn. 2), 5, wobei diese Ansicht auf dem Umstand beruhen kann, dass er den Suitability Test offenbar anders definiert, dazu hinten Fn. 57.

⁵⁴ Botschaft (Fn. 8), BBl 2015, 8920 f.

⁵⁵ Botschaft (Fn. 8), BBl 2015, 8902, 8918, 8929.

⁵⁶ Zum Drittstaatenzugang und zur Äquivalenz ROLF H. WEBER/ROLF SETHE, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 110 (2014), 569 ff.; ROLF SETHE, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 86 (2014), 615 ff.; ROLF SETHE, MiFID II – Eine Herausforderung für den Finanzplatz Schweiz, SJZ 110 (2014), 477 ff.

empfehlen, die für ihn geeignet sind und insbesondere seiner Risikotoleranz und seiner Fähigkeit, Verluste zu tragen, entsprechen.»

Der Geeignetheitstest (Suitability Test) bezieht sich im EU-Recht auf individuelle Vermögensverwaltungen und jede Form der Anlageberatung, die in der Terminologie unter dem Oberbegriff der «Beratungsleistungen» zusammengefasst werden. Der Test besteht aus zwei Schritten⁵⁷: (1) Geschuldet ist zunächst die Exploration des Kunden. Der Finanzintermediär muss sich erkunden (a) nach den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, (b) seine finanziellen Verhältnisse, einschliesslich seiner Fähigkeit, Verluste zu tragen, und (c) seine Anlageziele, einschliesslich seiner Risikotoleranz. (2) Sodann muss der Finanzintermediär dem Kunden Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente empfehlen, die für ihn geeignet sind. Bei der Feststellung der Geeignetheit ist insbesondere auf die Risikotoleranz des Kunden (subjektives Element) und seine Fähigkeit, Verluste zu tragen (objektives Element) zu achten. Bei Schritt 2 ergeben sich aufgrund der Natur der Dienstleistung Unterschiede zwischen der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung. Bei der Anlageberatung besteht Schritt 2 darin, den zu den Kundenangaben nach Schritt 1 passenden Rat zu erteilen, der im Kauf, Verkauf oder Halten eines Finanzinstruments bestehen kann,⁵⁸ während bei der Vermögensverwaltung eine zu den Kundenangaben nach Schritt 1 passende Anlagestrategie entworfen werden muss. Dass der Vermögensverwalter diese dann bei der Auswahl der einzelnen Finanzinstrumente einhalten muss, ist selbstverständlich und wird daher in Art. 25 Abs. 2 MiFID II nicht gesondert erwähnt.

Gesonderte Erwähnung gefunden hat der Fall, dass der Kunde dem Vermögensverwalter eine Einzelweisung zum Erwerb/Verkauf eines Finanzinstruments erteilt (Erwägung 89 der geplanten Delegierten Verordnung zur MiFID II⁵⁹). Da der Vermögensverwalter auch in diesem Fall an die vereinbarte Anlagestrategie gebunden ist, muss er prüfen, ob das Geschäft zur Anlagestrategie passt und dem Kunden davon abraten, sollte dies nicht der Fall sein. Auch diese Warnung/dieser Ratschlag wird als Teil des Geeignetheitstests i.S.v. Art. 25 Abs. 2 MiFID II angesehen.⁶⁰ Keiner Erwähnung bedurfte die

⁵⁷ Anders offenbar BÜHLER (Fn. 2), 3 re. Sp. oben und 6 li. Sp. unten, der meint, Schritt 1 sei der Suitability Test und Schritt 2 der Appropriateness Test.

⁵⁸ ESMA-Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID-Anforderungen an die Eignung vom 25. Juni 2012, N 15, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_de.pdf>.

⁵⁹ Entwurf der Delegierten Verordnung (EU) .../... der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, C(2016) 2398 final.

⁶⁰ Es handelt sich um eine gesetzliche (terminologische) Klarstellung, da das Bestehen der Pflicht selbst unstreitig ist. Zum Streit um die richtige Terminologie in der Schweiz s.o. Fn. 23.

Rechtsfolge, da sie eine Selbstverständlichkeit ist: Wenn der Kunde trotz der Warnung auf Ausführung besteht, ist dies sein Risiko.

Die Pflicht zum Geeignetheitstest betrifft nicht nur aktuelle, sondern auch potentielle Kunden. Wird die Leistung an einen professionellen Kunden erbracht, ist gemäss Art. 54 Abs. 2 und 3 der geplanten Delegierten Verordnung zur MiFID II⁶¹ wie folgt zu differenzieren: Bei der Vermögensverwaltung beschränkt sich die Erkundigungspflicht auf die Anlageziele einschliesslich der Risikobereitschaft und der Risikotragungsfähigkeit. Es muss dagegen nicht gefragt werden, ob der Anleger aufgrund seiner Kenntnisse und Erfahrungen die mit dem Geschäft oder der Verwaltung seines Portfolios einhergehenden Risiken verstehen kann (Risikobewusstsein). Wird eine Anlageberatung erbracht, muss nur nach den Anlagezielen einschliesslich der Risikobereitschaft gefragt werden, nicht aber nach Risikotragungsfähigkeit und Risikobewusstsein.

Bei der Anlageberatung mündet der Suitability Test zwingend in ein schriftliches Suitability Statement, in dem der Finanzintermediär niederlegt, warum das im Rahmen der Beratung empfohlene Finanzinstrument den Interessen des Kunden entspricht (Art. 25 Abs. 6 UAbs. 2 und Erwägungsgrund 82 MiFID II). Handelt es sich dagegen um eine Vermögensverwaltung, schuldet der Finanzintermediär im Rahmen seiner regelmässigen Berichtspflicht eine Erklärung zur (fortdauernden) Geeignetheit der Anlagestrategie (Art. 25 Abs. 6 UAbs. 4 MiFID II).

b) Beratungsfreie Leistungen

Art. 25 Abs. 3 UAbs. 1 und 2 MiFID II bestimmt: «Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Wertpapierfirmen bei anderen als den in Absatz 2 genannten Finanzdienstleistungen Kunden oder potenzielle Kunden um Angaben zu ihren Kenntnissen und Erfahrungen im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte oder Dienstleistungen bitten, um beurteilen zu können, ob die in Betracht gezogenen Wertpapierdienstleistungen oder Produkte für den Kunden angemessen sind. Wird ein Bündel von Dienstleistungen oder Produkten gemäß Artikel 24 Absatz 11 in Betracht gezogen, wird bei der Beurteilung berücksichtigt, ob das gesamte gebündelte Paket angemessen ist. Ist die Wertpapierfirma aufgrund der gemäß Unterabsatz 1 erhaltenen Informationen der Auffassung, dass das Produkt oder die Dienstleistung für den Kunden nicht angemessen ist, warnt sie den Kunden. Dieser Hinweis kann in standardisierter Form erfolgen.»

Diese Regelung betrifft alle Dienstleistungen ausserhalb der Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Sie werden in der EU als «beratungsfreie Leistungen» bezeichnet und meinen das reine Ausführungsgeschäft. Der Angemessenheitstest (Appropriateness Test) besteht ebenfalls aus zwei Schritten: (1) Zunächst muss der Finanzintermediär

⁶¹ Vgl. Fn. 59.

sich erkundigen nach den Kenntnissen und Erfahrungen im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Typ der angebotenen oder angeforderten Produkte oder Dienstleistungen. (2) Sodann erfolgt eine Bewertung. Wenn das Produkt oder die Dienstleistung für den Kunden oder potenziellen Kunden nicht angemessen ist, warnt der Finanzdienstleister den Kunden. Die Pflicht zum Angemessenheitstest betrifft nicht nur aktuelle, sondern auch potentielle Kunden.

Vergleicht man die beiden Tests, fallen drei Unterschiede ins Auge. Der Geeignetheitstest betrifft die Beratungsleistungen, der Angemessenheitstest die beratungsfreien Leistungen. Der Umfang der Exploration ist beim Angemessenheitstest beschränkt auf die Frage nach den Kenntnissen und Erfahrungen. Auch die Rechtsfolge unterscheidet sich; während der Geeignetheitstest eine positive Feststellung vom Finanzintermediär verlangt, dass das Produkt geeignet ist, muss beim Angemessenheitstest lediglich dann gewarnt werden, wenn die vom Kunden ausgesuchte Leistung oder das Produkt für diesen nicht angemessen ist. In einem Fall ist also eine positive Feststellung geschuldet, im anderen Fall nur eine Warnung bei Unangemessenheit.

Bei den beratungsfreien Leistungen kann gemäss Art. 25 Abs. 4 MiFID II auf den Angemessenheitstest verzichtet werden, wenn die Dienstleistung auf Veranlassung des Kunden oder potenziellen Kunden erbracht wird, sich auf nicht komplexe Finanzinstrumente bezieht, der Kunde oder potenzielle Kunde eindeutig darüber informiert wird, dass kein Angemessenheitstest erfolgen wird (was in standardisierter Form erfolgen kann) und der Finanzdienstleister seiner Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten gemäss Art. 23 MiFID II nachkommt. Diese Art der Vertragsbeziehung bezeichnet man in der EU als *execution-only*.⁶² Bei den Beratungsleistungen ist ein Verzicht auf den Geeignetheitstest dagegen nicht möglich.

3. Geplante Regelung im FIDLEG

Das E-FIDLEG⁶³ übernimmt in seinem Art. 11 die Verpflichtung zur Durchführung einer «Angemessenheitsprüfung» oder «Eignungsprüfung». Im Einzelnen differenziert der Entwurf wie folgt:

Erbringt der Finanzintermediär eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung, die sich auf das gesamte Portfolio des Kunden erstreckt, schuldet er gemäss Art. 13 E-FIDLEG eine Eignungsprüfung. Er muss sich (1) erkundigen (a) über die finanziellen Verhältnisse und (b) Anlageziele sowie über die (c) Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden, bevor er (2) ihm im Rahmen der Anlageberatung geeignete Finanzinstrumente empfiehlt oder im Rahmen der Vermögensverwaltung entsprechende Anlagen tätigt. Die Eignungsprüfung für Privatkunden entspricht inhaltlich damit dem Geeig-

⁶² S.o. Fn. 7.

⁶³ BBI 2015, 9093 ff.

netheitstest der EU. Handelt es sich um einen professionellen Kunden, beschränkt sich die Erkundigungspflicht – im Unterschied zur Regelung der EU – auf die Anlageziele (Art. 15 E-FIDLEG). In Bezug auf die Vermögensverwaltung stellt der Gesetzgeber in der Botschaft klar, dass die Eignungsprüfung eine doppelte ist: Der Finanzintermediär muss prüfen, ob die Anlagestrategie für den Kunden geeignet ist. Zudem muss er vor jedem für das Kundenportfolio zu tätigen Anlageentscheid prüfen, ob dieser im Zusammenspiel mit dem übrigen Portfolio des Kunden für diesen geeignet ist.⁶⁴ Dass der Vermögensverwalter auch bei Einzelweisungen des Kunden prüfen muss, ob diese Weisung zu der Anlagestrategie passt, ergibt sich im Wege des Erst-recht-Schlusses.

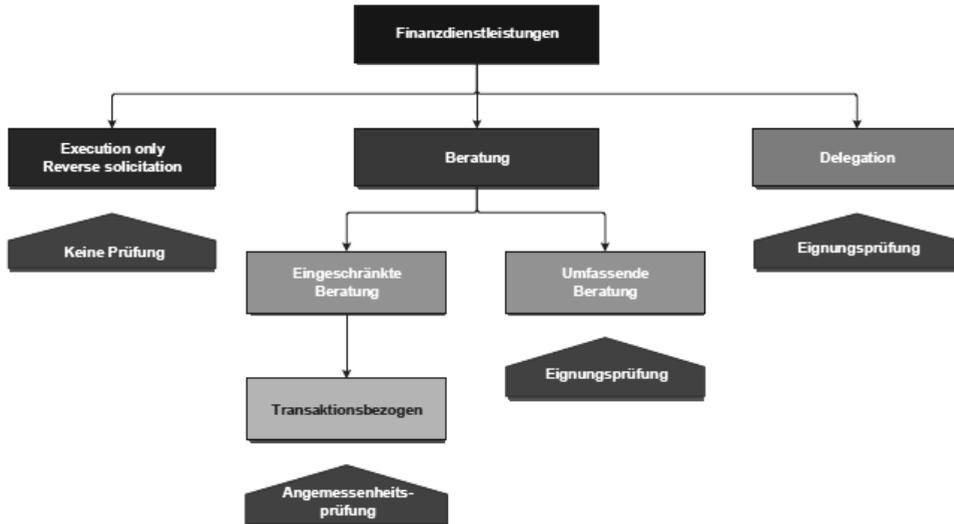
Ein Finanzdienstleister, der die Anlageberatung nur für einzelne Transaktionen erbringt, ohne dafür das gesamte Portfolio zu berücksichtigen, schuldet gemäss Art. 12 E-FIDLEG eine Angemessenheitsprüfung. Er muss sich (1) über die Kenntnisse und Erfahrungen seines Kunden erkundigen und (2) vor der Empfehlung von Finanzinstrumenten prüfen, ob diese für den Kunden angemessen sind. Obwohl das Wort «angemessen» benutzt wird, handelt es sich der Sache nach nicht um den Angemessenheitstest der EU. Zwar ist die Erkundigungspflicht deckungsgleich, aber die Rechtsfolge ist eine andere. Der Finanzintermediär schuldet nämlich nicht nur eine Warnpflicht, sondern darf von vornherein nur ein Finanzinstrument empfehlen, das zu den Kenntnissen und Erfahrungen seines Kunden passt. Es handelt sich also um einen «Geeignetheitstest light». Es ist zu bedauern, dass der schweizerische Gesetzgeber, der das Bestreben hat, internationale Standards zu übernehmen, die Terminologie durcheinanderbringt und diese Prüfung mit dem Wort «Angemessenheit» umschreibt.

Schliesslich bestimmt Art. 14 E-FIDLEG, dass Finanzdienstleister, die das reine Ausführungs-/Depotgeschäft betreiben oder die Aufträge auf alleinige Veranlassung eines Kunden (Reverse-solicitation-Geschäfte⁶⁵) erbringen, weder eine Angemessenheits- noch eine Eignungsprüfung durchführen müssen. Sie sind lediglich verpflichtet, ihre Kunden vor der Dienstleistungserbringung zu informieren, dass keine solche Prüfung stattfindet. Der schweizerische Gesetzgeber übernimmt auch an dieser Stelle nicht das EU-Recht, das beim reinen Ausführungs-/Depotgeschäft den beschriebenen Angemessenheitstest vorsieht, auf den der Kunde aber unter bestimmten Voraussetzungen ganz verzichten kann. Er hat von vornherein für alle Kunden den Verzicht erklärt und erspart sich damit die in der EU mühsame Abgrenzung zwischen komplexen und nichtkomplexen Finanzinstrumenten, was sicherlich eine pragmatische und damit aus juristischer Sicht überzeugende Lösung ist. Allerdings ist zu beachten, dass der Finanzintermediär damit nicht ganz aus der Verantwortung entlassen wird. Seine zivilrechtliche Pflicht zur ausnahmsweisen Warnung des Kunden (s.o. III 1.1 c) bleibt bestehen.

⁶⁴ Botschaft (Fn. 8), 8920 f.; BÜHLER (Fn. 2), 10. Ob man diesen Vorgang auch mit dem Begriff der Eignungsprüfung bezeichnet, ist streitig, vgl. Fn. 23.

⁶⁵ Botschaft (Fn. 8), 8958.

Zusammenfassend hat der Gesetzgeber die Prüfungspflichten bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen wie folgt dargestellt.⁶⁶



IV. Beurteilung der Lücke zwischen Ökonomie und Gesetz

1. Vergleichende Betrachtung in Bezug auf das Beratungsgeschäft

Der Geeignetheitstest der EU bzw. die Eignungsprüfung des E-FIDLEG verlangen in ihrem ersten Schritt jeweils eine Exploration des Kunden. Vergleicht man die vorne unter II. dargelegten ökonomischen Anforderungen an den Beratungsprozess mit den Vorgaben der beiden Gesetzgeber, zeigen sich einige Diskrepanzen:

⁶⁶ Entnommen aus der Botschaft (Fn. 8), 8956.

Tabelle 1: Erkundigungspflicht im Beratungsgeschäft bei Privatkunden

Ökonomie	Art. 25 II MiFID II + Art. 54 Delegierte VO	Art. 13 E-FIDLEG
Bedürfnisse	Anlageziele	Anlageziele ⁶⁷
Risikofähigkeit	finanzielle Verhältnisse incl. Risikotragungsfähigkeit ⁶⁸	finanzielle Verhältnisse incl. Risikotragungsfähigkeit ⁶⁹
Risikobewusstsein	Kenntnisse und Erfahrung incl. Risikobewusstsein ⁷⁰	Kenntnisse und Erfahrung incl. Risikobewusstsein ⁷¹
Risikotoleranz	Risikobereitschaft (als Teil der Anlageziele zu erfragen) ⁷²	Risikobereitschaft (laut Botschaft als Teil der Anlageziele zu erfragen) ⁷³
Anlagestil	nicht erwähnt	nicht erwähnt
Überwachung	nur in der Vermögensverwaltung und der Daueranlageberatung geschuldet	nur in der Vermögensverwaltung und der Daueranlageberatung geschuldet ⁷⁴

⁶⁷ Die Botschaft (Fn. 8), 8957, ist missverständlich, wenn sie formuliert: «Die Angaben über die Anlageziele der Kundinnen und Kunden müssen den Finanzdienstleister über den Zeithorizont der Anlage, das Risikobewusstsein, die Risikofähigkeit und -bereitschaft sowie den Zweck der Anlage und allfällige Anlagebeschränkungen informieren.» Sie nennt die Kriterien Risikobewusstsein, die Risikofähigkeit und -bereitschaft als Teil der Anlageziele, um sie dann aber auf S. 8958 nochmals als separate Kriterien aufzulisten.

⁶⁸ Vgl. Art. 54 Abs. 2 lit. b der Delegierten Verordnung (Fn. 59).

⁶⁹ Botschaft (Fn. 8), 8958; vgl. aber auch Fn. 67.

⁷⁰ Vgl. Art. 54 Abs. 2 lit. c der Delegierten Verordnung (Fn. 59).

⁷¹ Botschaft (Fn. 8), 8958; vgl. aber auch Fn. 67.

⁷² Vgl. Art. 54 Abs. 2 lit. a der Delegierten Verordnung (Fn. 59).

⁷³ Botschaft (Fn. 8), 8957; vgl. aber auch Fn. 67.

⁷⁴ Botschaft (Fn. 8), 8958.

Aus ökonomischer Sicht sind folgende Defizite festzustellen:

- Die Bedürfnisanalyse wird dadurch im Gesetzestext abgebildet, dass der Finanzdienstleister die Anlageziele des Kunden berücksichtigen muss. Wie er das machen soll, bleibt zumindest im FIDLEG aber unklar.⁷⁵
- Um die Risikofähigkeit sicherzustellen, muss der Finanzdienstleister die Anlageempfehlung an die finanziellen Verhältnisse anpassen. Wiederum ist nicht klar, wie das genau gehen soll. Zum Beispiel bleibt der vorne beschriebene Asset Split unerwähnt.
- Das Risikobewusstsein wird durch die Kenntnisse und die Erfahrung des Kunden angenähert. Jedoch wird nicht explizit erwähnt, dass der Finanzdienstleister das möglicherweise fehlende Risikobewusstsein durch Kundenaufklärung beheben kann. Dies wird in der Botschaft nur im Zusammenhang mit der Angemessenheitsprüfung erwähnt, nicht aber auch im Zusammenhang mit der Eignungsprüfung.⁷⁶ Man wird dies im Wege des Erst-recht-Schlusses aber annehmen können.
- Die Risikotoleranz wird sowohl im MiFID als auch im FIDLEG logisch falsch angesiedelt. Sie erscheint in den Gesetzestexten als Teil der Anlageziele, ist aber kein Ziel, sondern eine Restriktion bei der Zielerreichung. Zudem wird sie – im Gegensatz zum MiFID – im FIDLEG im Gesetzestext selbst nicht erwähnt, sondern ist nur Bestandteil der Botschaft zum FIDLEG.⁷⁷
- Der Aspekt des Anlagestils bleibt gänzlich unberücksichtigt.

⁷⁵ Die MiFID II verlangt die Frage nach dem Zeitraum, in dem der Kunde die Anlage zu halten gedenkt, seinen Präferenzen hinsichtlich des einzugehenden Risikos, seinem Risikoprofil und dem Zweck der Anlage; vgl. Art. 54 Abs. 5 der Delegierten Verordnung (Fn. 59).

⁷⁶ Botschaft (Fn. 8), 8956 f.

⁷⁷ Botschaft (Fn. 8), 8957.

Tabelle 2: Erkundigungspflicht im Beratungsgeschäft bei professionellen Kunden

Ökonomie	Art. 25 II MiFID II + Art. 54 Delegierte VO	Art. 15 E-FIDLEG
Bedürfnisse	Anlageziele	Anlageziele ⁷⁸
Risikofähigkeit	Vermögensverwaltung: finanzielle Verhältnisse einschliesslich Risikotragungsfähigkeit Anlageberatung: nicht zu erfragen ⁷⁹	nicht zu erfragen ⁸⁰
Risikobewusstsein	nicht zu erfragen ⁸¹	nicht zu erfragen, aber Kenntnisse und Erfahrung sind abzugleichen, wenn Zweifel am Kundenwissen bestehen ⁸²
Risikotoleranz	Risikobereitschaft (als Teil der Anlageziele zu erfragen) ⁸³	Risikobereitschaft (laut Botschaft als Teil der Anlageziele zu erfragen) ⁸⁴
Anlagestil	nicht erwähnt	nicht erwähnt
Überwachung	nur in der Vermögensverwaltung und der Daueranlageberatung geschuldet	nur in der Vermögensverwaltung und der Daueranlageberatung geschuldet ⁸⁵

Betrachtet man die Vorgaben für den Eignungstest bei professionellen Kunden, sind die Unterschiede zwischen den ökonomischen Anforderungen einerseits und den juristischen Vorgaben andererseits noch grösser. Inhaltlich nicht überzeugend sind auch die Unterschiede zwischen den beiden juristischen Texten.

⁷⁸ Vgl. Fn. 67.

⁷⁹ Vgl. Art. 54 Abs. 3 UAbs. 2 der Delegierten Verordnung (Fn. 59).

⁸⁰ Botschaft (Fn. 8), 8958 f.

⁸¹ Vgl. Art. 54 Abs. 3 UAbs. 1 der Delegierten Verordnung (Fn. 59).

⁸² Botschaft (Fn. 8), 8958.

⁸³ Vgl. Art. 54 Abs. 2 und 3 der Delegierten Verordnung (Fn. 59).

⁸⁴ Botschaft (Fn. 8), 8957.

⁸⁵ Botschaft (Fn. 8), 8958.

2. Vergleichende Betrachtung in Bezug auf das beratungsfreie Geschäft

Pointiert kann man für das reine Ausführungs-/Depotgeschäft feststellen, dass der Gesetzgeber von einem «mündigen Anleger» ausgeht, der den Finanzdienstleister nur zur Durchführung einer Transaktion braucht, seine Entscheidungen aber selbst und ohne Hilfe trifft. Dies betrifft insbesondere Kunden, die ohne Beratung ihr Vermögen bei einem Online Broker selbst bewirtschaften. Viele wissenschaftliche Studien⁸⁶ zeigen, dass gerade dieses Kundensegment hohe Anlageverluste aufweist. Solange die verlustreichen Anlageentscheidungen selbst verschuldet werden und in ihrer Gesamtheit kein Risiko für die Systemstabilität darstellen, greift der Gesetzgeber nicht ein.

Die EU ist dagegen aufgrund der Erfahrungen der Vergangenheit deutlich paternalistischer und erlaubt Privatkunden⁸⁷ den Verzicht auf den Angemessenheitstest im reinen Ausführungs-/Depotgeschäft nur für nichtkomplexe Transaktionen (Art. 25 Abs. 4 MiFID II). Der Privatkunde muss also bei komplexen Transaktionen einmal (standardisiert) gewarnt werden, wenn der Finanzdienstleister erkennt, dass der Kunde ein vor dem Hintergrund seiner bisherigen Kenntnisse und Erfahrungen unangemessenes Geschäft tätigt. Genau diese Warnung ist laut schweizerischer Rechtsprechung bei offensichtlich erkennbarer Aufklärungsbedürftigkeit des Kunden oder bei Bestehen eines besonderen Vertrauensverhältnisses *zivilrechtlich* geschuldet (s.o.). In diesem Punkt bleibt das geplante Aufsichtsrecht in Gestalt des E-FIDLEG hinter den vom Bundesgericht entwickelten Anforderungen zurück.⁸⁸ Der wesentliche Unterschied zwischen der EU-Lösung und den Anforderungen der schweizerischen Rechtsprechung besteht darin, dass der Finanzintermediär in der Schweiz nicht systematisch bei den Kunden Kenntnisse und Erfahrungen abfragen muss, um sie bei unangemessenen Geschäften warnen zu können. Eine Warnpflicht besteht nur, wenn er dieses Wissen um die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden schon hat (z.B. aufgrund einer langjährigen Geschäftsbeziehung) und die Unangemessenheit erkennt.

⁸⁶ Vgl. die beiden in Fn. 1 zitierten Beiträge von BARBER/ODEAN.

⁸⁷ Vgl. Art. 56 Abs. 1 UAbs. 2 der Delegierten Verordnung (Fn. 59).

⁸⁸ Kritisch daher SETHE (Fn. 39), 613 f.

3. Ökonomische Folgerungen

Wie HACKETHAL und INDERST feststellen, ist (zumindest in Deutschland) die Beratungsqualität weit von dem vorne skizzierten Ideal entfernt.⁸⁹ Wie vorne gezeigt wurde, schreibt der Gesetzgeber den Finanzdienstleistern nicht vor, die nach aktuellem ökonomischem Wissen beste Beratung anzubieten. Da das ökonomische Wissen öffentlich verfügbar ist, kann nicht davon ausgegangen werden, dass der Gesetzgeber es nicht kennt.

Der Gesetzgeber scheint sich vielmehr an anderen Vorstellungen auszurichten. Wie gerade der Umstand zeigt, dass beim reinen Ausführungsgeschäft keinerlei aufsichtsrechtliche Pflicht zur Prüfung vorgeschrieben ist, geht der Gesetzgeber vom Leitbild des «mündigen Anlegers» aus, der «seines Anlageglückes eigener Schmied» ist. Solange aus den Verlusten keine systemischen Risiken folgen, besteht aus Sicht des Gesetzgebers offenbar keine Notwendigkeit für Schutzvorschriften. Natürlich kann man auch davon ausgehen, dass der Gesetzgeber davon Kenntnis hat, dass der reale Anleger nicht so mündig ist wie im Leitbild gewünscht, da die Forschung zu Behavioral Finance spätestens seit dem Nobelpreis für DANIEL KAHNEMAN im Jahr 2002 zum «Allgemeinwissen» gehört. Ein Grund, warum der Gesetzgeber an dem unrealistischen Idealbild des «mündigen Anlegers» festhält, könnte sein, dass er damit die Anstrengungen der Anleger in die richtige Richtung lenken möchte. Statt Klagen anzustreben, verlorenes Vermögen mittels des Argumentes der Fehlberatung oder der unterlassenen Warnung zurückzugewinnen, sollte der Anleger seine Energie darauf verwenden, sein Finanzwissen zu verbessern.

Weiterhin muss ausgeschlossen werden, dass Finanzdienstleister ihren Informationsvorteil ausnutzen. Dies versucht der Gesetzgeber bislang vor allem mit strafrechtlichen Verboten von Betrug und ungetreuer Geschäftsbesorgung zu erreichen. Ob hier Verbesserungen möglich sind, muss im Rahmen dieses Beitrags offen bleiben. Es bleibt zu hoffen, dass die Finanzkrise ein heilsamer Schock war, der dazu führt, dass die nach ökonomischem Wissen ideale Beratung durch innovative Finanzdienstleister eingeführt wird und im Wettbewerbsprozess für höhere Standards sorgt. Das Bilanz Private Banking Rating, dessen Jury der Verfasser HENS seit 7 Jahren präsidiert, deutet zumindest auf eine Entwicklung in diese Richtung.⁹⁰

⁸⁹ ANDREAS HACKETHAL/ROMAN INDERST, Messung des Kundennutzens der Anlageberatung – Wissenschaftliche Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV) vom 15. Dezember 2011, <http://www.bmel.de/SharedDocs/Downloads/Verbraucherschutz/FinanzenVersicherungen/StudieKundennutzenAnlageberatung.pdf?__blob=publicationFile>.

⁹⁰ PATRICK HERGER, Mystery Shopping, Schweizer Bank, Juni 2016, 26 f.

V. Fazit

Es ist eine Selbstverständlichkeit, dass Anleger das von ihnen übernommene unternehmerische Risiko einer Investition in Beteiligungsrechte oder Forderungsrechte tragen (müssen). Davon zu trennen ist aber die Frage, wie man ihnen solche Kapitalanlagen «verkauft». Wenn sich Anleger an Fachleute wenden, tun sie dies, weil sie deren professionelle Erfahrung suchen. Der Angemessenheitstest und noch mehr der Geeignetheitstest beschreiben nichts anderes als das *lege artis* geschuldete Vorgehen eines professionellen Finanzdienstleisters bei der Erbringung seiner Leistung. Betrachtet man die dazu geführte Diskussion, wird dem Gesetzgeber bisweilen vorgeworfen, er verschiebe die Verantwortung, ob der Anleger bestimmte Risiken eingehen soll, größtenteils auf den Berater bzw. Produktverkäufer.⁹¹ Vergleicht man die Ausgangslage mit der von Rechtsanwalt und Mandant, wird schnell klar, dass dieser Einwand beim Geeignetheitstest nicht berechtigt ist. Der Anwalt soll nicht das Prozessrisiko des Mandanten tragen, aber er soll den Mandanten zuvor sorgfältig über die Chancen und Risiken eines Prozesses beraten und dazu muss er die Fakten kennen, sich also erkundigen. Das Ausmass der Beratung hängt von den Vorkenntnissen und Erfahrungen des Mandanten ab. Missachtet der Anwalt dieses Prozedere und wird dieser Fehler kausal für eine Fehlentscheidung des Mandanten, haftet der Anwalt. Niemand in der Schweiz käme auf die Idee, diese Selbstverständlichkeit in Frage zu stellen. Bei der Kapitalanlage, bei der ein Anleger die Hilfe eines Profis sucht, darf dies nicht anders beurteilt werden. Auch beim Angemessenheitstest ist die Lage vergleichbar. Entscheidet sich der Mandant eigenständig für einen Prozess und bittet den Anwalt nur um eine Prozessvertretung, schuldet der Anwalt keine Beratung über die Prozesschancen. Es ist aber ebenfalls klar, dass der Anwalt eine Warnung schuldet, wenn er erkennt, dass der Mandant aufgrund seiner Unerfahrenheit offensichtlich in die Irre läuft. Ignoriert der Mandant die Warnung, ist er nicht vor sich selbst zu schützen. Nicht mehr, aber auch nicht weniger ist beim Angemessenheitstest, wie ihn die Schweizer Rechtsprechung entwickelt hat, geschuldet. Der Gesetzgeber des FIDLEG will in Bezug auf das Aufsichtsrecht hinter diesem Standard sogar noch zurückbleiben und keinen Angemessenheitstest für Execution-only-Geschäfte einführen, so dass der Einwand einer «Verschiebung der Verantwortung» auch insoweit nicht überzeugt.

Als weiteres Argument gegen die Einführung von Angemessenheits- und Geeignetheitstests wird eingewandt, man verlasse damit das Bild des eigenverantwortlichen und selbstständigen Kunden.⁹² Wenn jedoch jemand von sich aus professionellen Rat sucht, gibt er damit gerade zu erkennen, dass er nicht «mündig» im Hinblick auf die fraglichen Geschäfte ist. Auch beim Angemessenheitstest überzeugt der Einwand nicht. Gerade die zitierte ökonomische Forschung belegt, dass Anleger nicht dem Bild des

⁹¹ So jüngst etwa BÜHLER (Fn. 2), 12. Wie hier dagegen SCHENKER (Fn. 17), 32 f.

⁹² So etwa BÜHLER (Fn. 2), 12.

homo oeconomicus entsprechen, das Juristen so gerne bemühen. Diesem Erkenntnisfortschritt sollte sich der Gesetzgeber nicht verschliessen. Die Branche hat dies längst erkannt und bietet schon Anlagemodelle an, die die Erkenntnisse der Behavioral Finance Forschung ausdrücklich einbeziehen.⁹³

Es gibt inzwischen gut gesicherte ökonomische Methoden, die Angemessenheit und die Eignung von Finanzdienstleistungen zu bestimmen. Die aus ökonomischer Sicht ideale Beratung wird aber weder im E-FIDLEG noch in der MiFID II vorgeschrieben. Es bleibt zu hoffen, dass nach den negativen Erfahrungen in der Finanzkrise der Wettbewerb am Markt die Beratungsstandards verbessert.

Die juristische Analyse hat ergeben, dass der schweizerische Gesetzgeber trotz seines Bestrebens, sich internationalen Standards (konkret denen der EU) anzupassen, im E-FIDLEG bei der Prüfung der Angemessenheit bzw. der Eignung von Finanzdienstleistungen/Finanzinstrumenten zahlreiche Abweichungen vom EU-Recht plant. So wird eine – bislang weder im Zivilrecht noch im Aufsichtsrecht der EU oder der Schweiz bekannte – Kategorie der «transaktionsbezogenen Anlageberatung» eingeführt, die nun ihrerseits vom reinen Ausführungsgeschäft abzugrenzen ist.

Als fatal erweist sich auch die gewählte Terminologie im E-FIDLEG.⁹⁴ Wenn man für die neue Kategorie der transaktionsbezogenen Anlageberatung eine Prüfung vorschreibt, sollte man sie keinesfalls «Angemessenheitsprüfung» nennen, da dies unweigerlich zu Missverständnissen mit den internationalen Standards führen wird, die diesen Begriff für die Prüfung beim beratungsfreien Geschäft reservieren. In der Sache handelt es sich wegen der daran geknüpften Rechtsfolge gerade nicht nur um den aus der EU bekannten Angemessenheitstest, sondern um einen «Geeignetheitstest light». Anstelle der Einführung einer neuen Kategorie hätte es daher völlig ausgereicht, in der Botschaft klarzustellen, dass der Geeignetheitstest bei einer Anlageberatung, die sich nur auf einzelne Finanzinstrumente bezieht, nicht aber auf das Gesamtportfolio des Kunden, auch nur auf dieses Finanzinstrument bezogen sein kann.

Die Abweichungen verursachen einen grossen Zusatzaufwand für international tätige Banken, da diese nun zwei, in entscheidenden Detailfragen verschiedene Regelungsregime zu beachten haben. Zudem erschwert die neue Kategorie der «transaktionsbezo-

⁹³ Vgl. etwa CLAUDIA GABRIEL, Die Mühen mit dem menschlichen Verhalten, Fondsgesellschaften und Behavioural Finance, NZZ vom 1. September 2015, abrufbar unter: <<http://www.nzz.ch/finanzen/fonds/die-muehen-mit-dem-menschlichen-verhalten-1.18605441>>; <http://www.agff.com/2/2/Behavioural_Finance.htm> oder <http://www.kalypsopartners.ch/behavioral_finance.htm>; <<http://www.jpmorganassetmanagement.ch/de/showpage.aspx?pageID=58&disc=1&version=PageB>>.

⁹⁴ Aus Platzgründen wurde auf einen Vergleich der Terminologie der italienischen und französischen Fassung des E-FIDLEG mit den entsprechenden Fassungen der MiFID II verzichtet.

genen Anlageberatung» die Abgrenzung zwischen den Geschäftsarten des reinen Ausführungsgeschäfts und der Anlageberatung, die schon heute nicht immer einfach ist. Schliesslich wird das Ziel des Gesetzgebers, wegen der anstehenden Äquivalenzprüfung des schweizerischen Aufsichtsrechts eine EU-kompatible Regelung zu schaffen, in einem wichtigen Punkt verfehlt. Für inländische Institute besteht die Schwierigkeit darin, dass die Anforderungen des Zivilrechts und des künftigen Aufsichtsrechts bei der transaktionsbezogenen Anlageberatung (die das Zivilrecht so nicht kennt) und bei Warnungen vor unangemessenen Execution-only-Geschäften (die in bestimmten Fällen zivilrechtlich geschuldet sind, aufsichtsrechtlich aber nicht) nicht deckungsgleich sind. Der Entwurf des FIDLEG weist also ökonomische und juristische Defizite auf. Die ökonomischen Defizite können gewissenhafte Finanzdienstleister als Chance nutzen, sich vom rechtlichen Mindeststandard zu differenzieren. Die juristischen Defizite führen aber zu Rechtsunsicherheit und somit letztlich zu erhöhten Kosten.