

EU-Product-Governance – Ein Vorbild für die Schweiz?

Rolf Sethe*

In 2020 the Financial Services Act (FinSA) entered into force. The provisions on rules of conduct and organizational duties are more or less based on the provisions of MiFID II. However, the regulatory complex on product governance has not been adopted by the Swiss legislator. This article examines whether this decision was

convincing. As a result, it turns out to be wise, because the EU-product-governance-regime is disproportionately complicated, bureaucratic, time-consuming and costly. The author proposes alternative solutions that would be more effective.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Finanzmarktrechtliche Produktregulierung der Schweiz
 - 1. Entwicklungsstränge
 - 2. Forderungen nach einer Produktregulierung
- III. Die EU-Regelung zur Product Governance in Bezug auf Finanzinstrumente
 - 1. Grundlagen der Product Governance
 - 2. Pflichten des Herstellers
 - 3. Pflichten des Vertreibers
- IV. Kritik an der Product Governance
 - 1. Wertungswidersprüche
 - 2. Überregulierung
 - 3. Anlegerleitbild
 - 4. Abwälzen einer staatlichen Aufgabe
 - 5. Wettbewerbsrechtliche Bedenken
- V. Fazit

I. Einleitung

Der Bundesrat stützte 2015 die Notwendigkeit einer aufsichtsrechtlichen Regelung der Finanzdienstleistungen auf drei Erwägungen:¹ Das (damals) gültige Recht berücksichtige den Kundenschutz nur ungenügend, schaffe ungleiche Bedingungen für Finanzinstitute und genüge nicht mehr den international üblichen Anforderungen. Daher sollten internationale Standards, namentlich deren Umsetzung in der EU, soweit sinnvoll und zweckmässig, übernommen werden, ohne jedoch über diese hinauszugehen. Es sei eine materielle Äquivalenz anzustreben, den schweizerischen Gegebenheiten aber adäquat Rechnung zu tragen.² Die Gleichwertigkeit zum EU-Recht wurde vor allem im Bereich der Kundensegmentierung, der Verhaltens- und der Organisationspflichten (Art. 4 ff., 7 ff., 21 ff. FIDLEG) angestrebt, indem man zahlreiche Regelungen der MiFID II³ inhaltlich übernahm. Hingegen finden sich weder im Vernehmlassungsbericht⁴ noch in der Botschaft⁵ Ausführungen zu der Frage, aus welchen Gründen man sich entschieden hat, die ebenfalls in der MiFID II verankerte Regelung zur Product Governance nicht zu übernehmen. Auch in den parlamentarischen Beratungen wurde die Frage nach einer Übernahme dieser Regelung nicht dis-

* Prof. Dr. iur., RA, LL.M., Ordinarius für Zivil-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zurich. Der Verfasser dankt Herrn Dr. iur. *Claude Humbel* und Frau Mag. iur. *Petja Ivanova* für wertvolle Anregungen und Herrn *Hannes Mohr* für seine Unterstützung bei der Literaturrecherche.

¹ Botschaft FIDLEG/FINIG vom 4.11.2015, BBl 2015, 8901, 8912 f. Vgl. auch den Hearingbericht zum FIDLEG – Stossrichtungen möglicher Regulierung, vom 18.2.2013, 1 f. Botschaft (Fn. 1), 8918.

² Botschaft (Fn. 1), 8918.

³ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU L 173 vom 12.6.2014, 349.

⁴ Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage zum Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) und zum Bundesgesetz über die Finanzinstitute (FINIG) vom 25.6.2014, <<https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/35423.pdf>>.

⁵ Botschaft (Fn. 1), 8901 ff.

kutiert. Im Folgenden wird überprüft, ob die Entscheidung der Schweiz, diesen Inhalt der MiFID II nicht autonom nachzuvollziehen, überzeugt. Aus Platzgründen kann die umfangreiche europäische Regelung nicht bis ins kleinste Detail beschrieben werden.⁶ Vielmehr liegt der Fokus auf der generellen Stossrichtung, die mit der Product Governance verfolgt wird. Infolgedessen wird weder auf Produktverbote noch auf die Verknüpfungen von Product Governance und Sustainable Finance eingegangen.

II. Finanzmarktrechtliche Produktregulierung der Schweiz

1. Entwicklungsstränge

Die Regulierung von Finanzprodukten in der Schweiz konzentriert(e) sich auf das Gesellschafts- und Aufsichtsrecht, denn die allgemein-zivilrechtliche Regelung im Auftrags-, Kommissions- und Kaufrecht blieb über 140 Jahre nahezu unverändert und wurde nur durch die Rechtsprechung konkretisiert. Betrachtet man die bisherige Entwicklung, lassen sich grob folgende Stufen unterscheiden:

1.1 Direkte Produktregulierung

Als erstes Finanzprodukt⁷ wurde 1881 die Aktie (und deren Emittentin) geregelt (Art. 612 ff. OR 1881), 1936 folgten dann die Anleihe (Art. 1156 OR 1936), 1966 die Anlagefonds mit dem AFG, 1995 die Derivate mit dem BEHG, 2006 die kollektiven Kapitalanlagen mit dem KAG sowie 2021 die DLT-Produkte. Der Sache nach handelte es sich jeweils um einen gesetzgeberischen Nachvollzug, da diese Produkte zuvor von der in- und ausländischen Praxis herausgebildet worden waren.

1.2 Indirekte Produktregulierung

Der zweite Entwicklungsstrang betraf die Solidität der Finanzintermediäre und die Gewähr von deren

Leitung und wesentlichen Eignern. Ausgangspunkt war hier das BankG von 1934; es folgten die Anbieter von Anlagefonds (AFG von 1966 und 1994), die Effekthändler (BEHG 1995) sowie Fondsleitungen, Depotbanken und Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen (KAG 2006) sowie die individuellen Vermögensverwalter und Trustees (FINIG 2020). Indirekt regelte man damit auch die Solidität der Produkte, sofern diese von dem Finanzintermediär emittiert oder garantiert wurden.⁸

1.3 Vertriebsbezogene Regelungen

Eine erste, an den öffentlichen Vertrieb von Finanzprodukten anknüpfende Regelung findet sich in der Notverordnung des Bundesrats vom 8.7.1919⁹, mit der die drohende wirtschaftliche Überfremdung bekämpft werden sollte. Zur Schaffung ausreichender Transparenz sah sie die Einführung einer Prospektpflicht bei der Aktienemission vor.¹⁰ Diese Regelung wurde bei der Revision des Gesellschaftsrechts 1936 beibehalten und um eine Regelung über Anleiheobligationen ergänzt (Art. 631 ff., 752, 1156 ff. OR 1936). Sie war – aus heutiger Sicht bemerkenswert – noch im Gesellschaftsrecht verankert, da man das Kapitalmarktrecht als eigenständige Regelungsmaterie noch nicht kannte.¹¹ Die börsenrechtliche Prospektpflicht überliess man der Selbstregulierung. Diese Regulierungen wiesen jeweils einen Produktbezug auf, denn sie verlangten Transparenz über die Inhalte der Effekten. Zur weiteren Verbesserung der Transparenz und zur Überwindung eines *Information Overload* hat der Gesetzgeber des FIDLEG Basisinformationsblätter eingeführt. Diese sind Privatkunden in der Anlageberatung und – sofern ein Basisinformationsblatt ohnehin bereits im Institut vorhanden

⁶ Sehr detailliert ist die Darstellung bei *Beule Dirk*, Product Governance, in: Teuber/Schröer (Hrsg.), MiFID II/MiFIR, Umsetzung in der Bankpraxis, Heidelberg 2015, N 464 ff.; *Moloney Niamh*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. ed., Oxford 2016, 825 ff.

⁷ Die Entwicklung des Wertpapierrechts bleibt bewusst ausser Betracht, da sie nicht zum Kapitalmarktrecht i.e.S. gehört.

⁸ Ebenso *Bahar Rashid/Nedwed Bianca*, Grenzüberschreitendes Angebot von Finanzdienstleistungen und -produkten? Die Eidgenossenschaft schlägt zurück, SZW 2019, 618, 626.

⁹ Vgl. dazu den Bericht des Bundesrates an die Bundesversammlung über den Bundesratsbeschluss vom 8.7.1919 betreffend die Abänderung und Ergänzung des schweizerischen Obligationenrechts vom 30.3.1911 in bezug auf Aktiengesellschaften, Kommanditaktiengesellschaften und Genossenschaften vom 20.8.1919, BBl 1919 IV 503, 510.

¹⁰ *Meier-Hayoz Arthur/Forstmoser Peter/Sethe Rolf*, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 12. Aufl., Bern 2018, § 10 N 36 f.

¹¹ *Bahar/Nedwed* (Fn. 8), 633, bezeichnen die Prospektpflicht und BIB-Pflicht als «Regulierung am point of production».

ist – im reinen Ausführungsgeschäft zur Verfügung zu stellen (Art. 8 Abs. 3, 4 FIDLEG). Verantwortlich für die Schaffung des Basisinformationsblatts ist der Ersteller (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG). Kein Basisinformationsblatt muss erstellt werden für Beteiligungsrechte sowie Forderungspapiere ohne derivativen Charakter (Art. 59 Abs. 1 FIDLEG).

Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten der Dienstleister gegenüber dem Anleger wurden nur zögerlich in Angriff genommen, da für das Verhalten am Point of Sale das Zivilrecht den Takt vorgab. Im Aufsichtsrecht fanden sich nur die eher zaghafte Regelungen der Verhaltenspflichten gegenüber Anlegern in Art. 14 AFG 1966, Art. 11 BEHG 1995 und Art. 20 KAG 2006. Auch wurde eine gewisse Transparenz über die Produkte am Point of Sale vorgeschrieben (Informationspflichten). Der Sache nach stellen die Verhaltenspflichten indes keine Produktregulierung dar, sondern erfassen allein den Vertrieb.

1.4 Zwischenfazit

Die Regelung von Finanzprodukten erfolgte in der Schweiz in kleinen Schritten, und es liess sich über lange Zeit kein in sich geschlossenes Gesamtkonzept erkennen. Ein solches wurde erst mit der sog. Kleeblattreform (bestehend aus FINMAG 2007, FinfraG 2016, FINIG 2020 und FIDLEG 2020) verfolgt. Die Schweiz verfügt nun über eine sektorenübergreifende Regelung der Aufsicht, der Märkte, der Institute, der Verhaltens- und der Organisationspflichten. Der Kundenschutz am Point of Sale wurde deutlich ausgebaut. Wie erwähnt,¹² verzichtete der Gesetzgeber aber auf detaillierte Vorgaben in Bezug auf die Gestaltung, den Zielmarkt und die laufende Überwachung von Finanzprodukten, wie sie die EU mit den Regeln zur Product Governance eingeführt hat. Die in der EU erfolgte Vorverlagerung und damit einhergehende Ausweitung des Anleger- und Konsumentenschutzes wurde also nicht nachvollzogen. Der Kundenschutz in diesem Bereich beschränkt sich auf die bereits vor der Kleeblattreform bestehende Genehmigungspflicht für die einer kollektiven Kapitalanlage zugrundeliegenden Dokumente (Art. 15, 120 KAG), die Beschränkung des Vertriebs von struktu-

rierten Produkten (Art. 70 FIDLEG)¹³ und die für interne Sondervermögen geltenden strengen Vorgaben (Art. 71 FIDLEG).¹⁴

2. Forderungen nach einer Produktregulierung

Teile des Schrifttums halten diese gesetzlichen Vorgaben für lückenhaft¹⁵ und fordern die Einführung von produktbezogenen aufsichtsrechtlichen Vorgaben. *Eggen* kommt in einer sehr detaillierten Analyse zu der Schlussfolgerung, dass für Beteiligungsrechte und für gewöhnliche Forderungsrechte kein Bedarf nach einer Product Governance besteht.¹⁶ Dem ist zuzustimmen, denn Beteiligungsrechte unterliegen bereits den klaren Vorgaben des Aktienrechts, die der Sache nach Produktregulierungen darstellen. Bei gewöhnlichen Forderungsrechten besteht zwar kein derartiges gesetzliches Korsett. Ein solches ist aber auch nicht nötig, denn es besteht ein Interessengleichlauf zwischen dem Emittenten und den Anlegern, da eine gute wirtschaftliche Lage des Emittenten das Gegenparteirisiko der Anleger mindert. Eine Lücke im Anlegerschutz besteht allein beim Konditionenrisiko, also bei der einseitigen Vorformulierung der Anleihebedingungen, weshalb diese einer AGB-Kontrolle zu unterwerfen sind.¹⁷

Grundlegend anders stellt sich die Ausgangslage bei komplexen Produkten (z.B. Derivate, strukturierte und verbrieftete Produkte, Hebelprodukte) dar. Es besteht zumeist keine Vertragsbeziehung zwischen dem Hersteller dieser Produkte und dem Anleger, sodass vertragliche Schutzinstrumente, wie die Treue- und Sorgfaltspflicht, nicht zum Einsatz kommen. Auch wurde diese Lücke nicht durch aufsichtsrechtli-

¹³ Zur Entwicklungsgeschichte dieser zuvor in leicht veränderter Form in Art. 5 aKAG vorhandenen Regelung SK FIDLEG-*Haeberli*, Art. 70 N 2 ff.

¹⁴ Zur Entwicklungsgeschichte dieser zuvor in Art. 4 aKAG vorhandenen Regelung SK FIDLEG-*Haeberli*, Art. 71 N 9 ff.

¹⁵ *Amadò Flavio*, La MiFID 2 e la product governance, NF 6/2018, 285 ff. rät Schweizer Finanzdienstleistern zur Beachtung der europäischen Vorgaben, um Haftungsrisiken zu vermeiden.

¹⁶ *Eggen Mirjam*, Produktregulierung im Finanzmarktrecht, Bern 2015, 246.

¹⁷ *Eggen* (Fn. 16), 320 ff. Ebenso *Sethe Rolf*, Konsumentenschutz beim Vermögensaufbau, in: Heiss/Loacker (Hrsg.), Grundfragen des Konsumentenschutzes, Zürich 2020, N 8.113.

¹² S.o. Text zu Fn. 4 und 5.

che Vorgaben geschlossen. Aus diesem Grund plädiert *Eggen* für die Einführung einer Product Governance. Allerdings stellt sie einschränkend fest, dass nicht gewährleistet werden könne, dass die Kundeninteressen vorrangig vor denen des Herstellers berücksichtigt würden.¹⁸ Im Folgenden ist zu prüfen, ob die EU-Regelung im Wege eines autonomen Nachvollzugs übernommen werden sollte.

III. Die EU-Regelung zur Product Governance in Bezug auf Finanzinstrumente

1. Grundlagen der Product Governance

1.1 Generelle Einordnung

Unter dem Oberbegriff der Product Oversight and Governance (POG) versteht man alle Vorgaben im Bank-, Wertpapier- und Versicherungsbereich in Bezug auf die internen Prozesse, Funktionen und Strategien für die Konzeption, Markteinführung und Überprüfung von Finanzprodukten während ihres gesamten Lebenszyklus.¹⁹ Anders als die bisherige aufsichtsrechtliche Regelung, die sich auf den Vertrieb am Point of Sale konzentrierte, statuiert die Product Governance also Pflichten bereits im Vorfeld des Vertriebs und während des gesamten Vertriebszeitraums. Die Vorgaben richten sich sowohl an die Produkthersteller als auch an die Produktvertreiber. Sie sollen sicherstellen, dass den Interessen, Zielen und Eigenschaften der Kunden auf einem bestimmten Zielmarkt entsprochen wird.

Bei dem Zielmarktkonzept handelt es sich um ein Regelungsanliegen, das nicht nur den Anlegerschutz, sondern auch den kollektiven Verbraucherschutz im

Blick hat.²⁰ Es kommt gerade nicht auf die Interessen individueller Verbraucher an, sondern auf die einer bestimmten Gruppe von Konsumenten. Diese Zweigleisigkeit entspricht der veränderten Konzeption des Europäischen Finanzmarktrechts, das neben dem Funktions- und Anlegerschutz auch den Konsumentenschutz als Regelungsziel verwirklichen will.²¹ Die inzwischen übliche Einbeziehung des Verbraucherschutzes in finanzmarktrechtliche EU-Verordnungen und EU-Richtlinien beruht nicht zuletzt auch darauf, dass diese Thematik zu den Aufgaben der drei europäischen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities, ESA)²² gehört.²³ Jede der drei ESA verfügt über ein eigenes Komitee für Verbraucherschutz, das seinerseits Teil des «Joint Committee» der drei ESA ist. Die Product Oversight and Governance-Leit-

¹⁸ *Eggen* (Fn. 16), 248; zweifelnd auch *Brenncke Martin*, Der Zielmarkt eines Finanzinstruments nach der MiFID II, WM 2015, 1173 f.

¹⁹ Die Idee zu einer Product Governance mittels Zielmarktbestimmung geht zurück auf die Financial Services Authority, Policy Statement No. 7/11, Responsibilities of providers and distributors for the fair treatment of customers, July 2007. Zur geschichtlichen Entwicklung der Product Governance *Moloney* (Fn. 6), 825 f.; *Morris Simon*, Financial Services Regulation in Practice, Oxford, 2016, N 9.36; *Buck-Heeb Petra*, Der Product-Governance-Prozess, ZHR 179 (2015), 790 ff.; *Lange Markus*, Product Governance – Neue Anforderungen für die Konzeption und den Vertrieb von Finanzprodukten, DB 2014, 1725.

²⁰ Ebenso die Einordnung von *Ekkenga Jens*, Product Governance nach MiFID II: Zentrale Marktsteuerung statt Schutz des manipulationsfreien Wettbewerbs im Wertpapierhandel? – Ein Weckruf, in: Klöhn/Mock (Hrsg.), FS 25 Jahre WpHG, Berlin 2019, 975, 976; anders *Busch Danny*, Product Governance und Produktintervention unter MiFID II/MiFIR, WM 2017, 409, 411, der nur den Anlegerschutz nennt.

²¹ Zu den verbraucherrechtlichen Herausforderungen im Finanzsektor etwa *Gurlit Elke*, Verbraucherschutz und Institutsaufsicht, in: Bankrechtstag 2015, Berlin 2016, 3 ff.; *Moloney Niamh*, Investor Model Underlying the EU Investor Protection Regime, EBOR 13 (2012), 169 ff.; *Weber Rolf H./Baisch Rainer*, Finanzdienstleistungsverträge, in: Baumgartner/Brunner/Trüten (Hrsg.), Verbrauchervertragsrecht der Europäischen Union, Zürich 2017, 265 ff.

²² Dies sind die European Banking Authority (EBA), die European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) und die European Securities and Markets Authority (ESMA).

²³ Vgl. Art. 1 Abs. 5 Satz 2 lit. f, Art. 8 Abs. 2 lit. i und Art. 9 der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde); Art. 1 Abs. 6 Satz 2 lit. f, Art. 8 Abs. 2 lit. i und Art. 9 der Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung); Art. 1 Abs. 5 Satz 2 lit. f, Art. 8 Abs. 2 lit. i und Art. 9 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), jeweils im ABl. EU L 331 vom 15.12.2010, 12, 48 und 84.

linien basieren auf den «Joint ESAs High Level Principles» aus dem Jahr 2013.²⁴

1.2 Anlass für die Schaffung der Product Governance

Die EU hat das Thema der Product Governance bei Finanzinstrumenten in der MiFID II aufgegriffen.²⁵ Die 2014 verabschiedete und bis zum 3.1.2018 umzusetzende Richtlinie enthält im Vergleich zu ihrer Vorläuferin²⁶ nicht nur Weiterentwicklungen vorhandener Regelungen, sondern auch einige Neuerungen,

die inhaltlich hauptsächlich auf den Erfahrungen aus der Finanzkrise von 2007/08 beruhen. Zu diesen zählt die «Product Governance». Ihre Einführung wird damit gerechtfertigt, dass komplexe Produkte Auslöser der Krise waren, die Komplexität durch Verpackung in strukturierte Produkte noch erhöht wurde und ein Vertrieb auch an Privatkunden erfolgte, für die diese Produkte zu riskant waren. Hinzu kam fehlende Sachkenntnis der Kundenberater über die Produkte und deren Risiken sowie ein hoher Vertriebsdruck auf die Kundenberater.²⁷

1.3 Rechtsgrundlagen

Die Normen zur Product Governance finden sich verteilt auf verschiedenen Regulierungsstufen, und sie fallen recht umfangreich aus. Den Rahmen (Level 1) bilden die Art. 16 Abs. 3 und Art. 24 Abs. 2 MiFID II, während sich die ausführenden Bestimmungen (Level 2) in den Art. 9 und 10 der DeRL 2017/593²⁸ finden. Vervollständigt wird die Regulierung auf Level 3 durch verschiedene Dokumente der ESMA, wie den Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR,²⁹ die Guidelines on MiFID II Product Governance Requirements³⁰ und den Technical Advice to the Commission on Integrating Sustainability Risks and Factors in MiFID II³¹. Einschlägig sind aus-

²⁴ Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes, JC-2013-77, <[https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/JC-2013-77%20\(POG%20-%20Joint%20Position\).pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Reports/JC-2013-77%20(POG%20-%20Joint%20Position).pdf)>.

²⁵ Zur Product Governance bei Finanzinstrumenten etwa *Baisch Rainer/Weber Rolf H.*, Product Governance – Analyse der MiFID-Vorgaben zur Zielmarktbestimmung, GesKR 2017, 404 ff.; *Beule* (Fn. 6), N 464 ff.; *Bley Jan*, Product Governance – Das Produktfreigabeverfahren für die Konzeption von Finanzinstrumenten, Berlin 2020; *Breilmann Anja*, Product Governance-Regelungen, in: *Ellenberger/Clouth* (Hrsg.), Wertpapier- und Derivategeschäft, 5. Aufl., Heidelberg 2018, 71 ff.; *Breilmann Anja*, Product Governance nach MiFID II, in: *Bankrechtstag 2017*, Berlin 2018, 125 ff.; *Brenncke* (Fn. 18), 1173 ff.; *Buck-Heeb* (Fn. 19), 782 ff.; *Buck-Heeb Petra*, Compliance bei vertriebsbezogener Product Governance – Neuerungen durch die MiFID II bzw. das Kleinanlegerschutzgesetz, CCZ 2015, 2 ff.; *Busch* (Fn. 20), 409 ff.; *Busch Danny*, Product Governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR, in: *Busch/Ferrarini* (eds.), Regulation of the EU Financial Markets – MiFID II and MiFIR, Oxford 2017, 123 ff.; *Ekkenga* (Fn. 20), 975 ff.; *Geier Bernd/Druckenbrodt Laura*, Product Governance: MiFID II, PRIIP, Kleinanlegerschutzgesetz – quo vadis?, RdF 2015, 21 ff.; *Lange* (Fn. 19), 1723 ff.; *Moloney* (Fn. 6), 825 ff.; *Piwowski Robert*, Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der MiFID II – Untersucht anhand der Product Governance und der Anlageberatung, Baden-Baden 2019; *Sethe Rolf/Brenncke Martin*, in: *Schäfer/Sethe/Lang* (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 3. Aufl., München/Basel/Wien 2022, § 3 N 41 f. Eng verwandt mit dem Thema der Product Governance, die Hersteller und Verreiber verpflichtet, ist das Thema der staatlichen Aufsicht über Produkte und die Möglichkeit von Produktverboten, vgl. dazu die Nachweise in Fn. 53.

²⁶ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU L 145 vom 30.4.2004, 1.

²⁷ Statt vieler *Becker Thorsten*, Der verantwortungsvolle Umgang mit Finanzprodukten in Herstellung und Vertrieb soll Kunden schützen, BaFin Journal 10/2018, 23.

²⁸ Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Entrichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen, ABl. EU L 87 vom 31.3.2017, 500.

²⁹ ESMA, Final Report – ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR (ESMA/2014/1569) vom 19.12.2014, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf>.

³⁰ ESMA, Guidelines on MiFID II product governance requirements (ESMA35-43-620) vom 5.2.2018 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_requirements_0.pdf>.

³¹ ESMA, Final Report – ESMA's Technical Advice to the European Commission on Integrating Sustainability Risks and Factors in MiFID II (ESMA35-43-1737) vom

serdem die Q&A on MiFID II and MiFIR Investor Protection and Intermediaries Topics.³²

Während die Level 1-Regulierung noch in Organisationspflichten (Art. 16 Abs. 3 MiFID II) und Wohlverhaltensregeln (Art. 24 Abs. 2 MiFID II) unterteilt ist, enthält die DelRL 2017/593 diese Unterteilung nicht mehr. Bedeutung gewinnt die Unterscheidung hinsichtlich der Frage, ob eine Regelung auch Verbraucherschützend ist, was etwa für die Anwendung der Art. 15 ff. LugÜ relevant ist. Wäre die Regelung ausschliesslich bei den Organisationspflichten verankert worden, müsste man dies verneinen. Auch stellt sich die Frage, ob die Product Governance individualschützend und damit haftungsbe gründend ist (vgl. Art. 69 Abs. 2 UAbs. 3 MiFID II), worauf an dieser Stelle aus Platzgründen nicht näher eingegangen werden kann.³³

1.4 Ziele der Product Governance

Gemäss Erwägungsgrund 71 der MiFID II soll die Product Governance dazu dienen, dem Finanzdienstleister die Erfüllung der gegenüber seinen Kunden bestehenden Interessenwahrungspflicht zu ermöglichen. Mit dieser Aussage stellt der EU-Gesetzgeber also einen Nexus zwischen dem auf *kollektiven* Anleger- und Verbraucherschutz gerichteten Regelungsanliegen und dem *individuellen* Anlegerschutz her. Wertpapierfirmen sind verpflichtet, die Merkmale der von ihnen angebotenen oder empfohlenen Finanzinstrumente zu verstehen. Sie müssen Massnahmen treffen und Überprüfungen vornehmen, um die Kundengattung zu bestimmen, an die sich ihre Produkte und Dienstleistungen richten. Die Hersteller müssen ihre Finanzprodukte so konzipieren, dass sie den Bedürfnissen eines bestimmten Zielmarkts von Endkunden innerhalb der jeweiligen Kundengattung entsprechen und dass die Finanzinstrumente an diesem Zielmarkt vertrieben werden. Auch sind sie verpflichtet, die Bestimmung des Zielmarkts und die Wertentwicklung der von ihnen angebotenen Pro-

dukte regelmässig zu kontrollieren. In die Pflicht genommen werden aber auch Wertpapierfirmen, die von Dritten konzipierte Finanzinstrumente anbieten oder empfehlen (*distributors* – Vertreiber). Sie müssen dafür Sorge tragen, dass sie die notwendigen Informationen über das Produktgenehmigungsverfahren, über den Zielmarkt und über die Merkmale des von ihnen angebotenen oder empfohlenen Produkts erhalten und diese verstehen. Das Product-Governance-Regime verfolgt damit einen dreifachen Ansatz, bestehend aus Regelungen zur Governance innerhalb von Wertpapierfirmen (Art. 9 Abs. 3 MiFID II), Organisationspflichten (Art. 16 Abs. 3 MiFID II) und Verhaltenspflichten (Art. 24 Abs. 2 MiFID II).³⁴

Mit dieser Regelung wird keineswegs der Eignungstest (bei Anlageberatung oder Vermögensverwaltung) oder der Angemessenheitstest (im beratungsfreien Geschäft) überflüssig (Art. 16 Abs. 3 UAbs. 7 MiFID II). Es handelt sich um eine Massnahme des kollektiven Verbraucherschutzes (und zugleich des kollektiven Anlegerschutzes), die den individuellen Kundenschutz gerade nicht ersetzen soll. Vielmehr sind die mit der Product Governance einhergehenden Pflichten zur Produktentwicklung zeitlich und inhaltlich im Vorfeld der konkreten Kundenbeziehung anzusiedeln. Die eigentliche Beurteilung der Eignung oder Angemessenheit erfolgt für die einzelnen Kunden auf der Grundlage ihres persönlichen Bedarfs sowie ihrer persönlichen Merkmale und Ziele. Der Europäische Gesetzgeber erweitert damit das Aufsichtsrecht, das sich unter MiFID I noch ganz auf den Vertrieb am Point of Sale konzentriert hatte, auf zweierlei Weise:³⁵ Zum einen wird der gesamte Lebenszyklus eines Finanzprodukts von dessen Emission bis zum Ende seiner Laufzeit erfasst. Dies bedeutet insbesondere, dass nun auch die Phase vor dem Vertrieb des Finanzinstruments Gegenstand aufsichtsrechtlicher Regelungen ist. Zum anderen statuiert MiFID II nun erstmals eine Produktauf sicht über *alle*³⁶ Finanzinstrumente. Diese Produktauf sicht wird

30.4.2019, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1737_final_report_on_integrating_sustainability_risks_and_factors_in_the_mifid_ii.pdf>.

³² ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics (ESMA35-43-349) vom 28.5.2021, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf>.

³³ Vgl. auch Fn. 86.

³⁴ Ebenso die Einschätzung von *Baisch/Weber* (Fn. 25), 410.

³⁵ Abweichend *Baisch/Weber* (Fn. 25), 408, die nur die zeitliche Erweiterung als wesentlich ansehen.

³⁶ Im Bereich des Investmentrechts kennt man zwar keine Product Governance i.e.S., wohl aber eine staatliche Produktbewilligung, vgl. nur Art. 27 ff., 50 ff. der Richtlinie 2009/65/EG vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. EU L 302 vom 17.11.2009, 32, zuletzt geän-

allerdings nicht von den staatlichen Aufsichtsbehörden, sondern durch die Hersteller und Vertreiber wahrgenommen,³⁷ die ihrerseits der Aufsicht unterliegen, sofern sie in den Anwendungsbereich der MiFID II fallen. Es handelt sich um einen Paradigmenwechsel.

1.5 Anwendungsbereich

Der persönliche Anwendungsbereich der Product Governance-Vorschriften erstreckt sich auf drei Konstellationen. (1) Erfasst werden Wertpapierfirmen, die Finanzinstrumente schaffen, entwickeln, begeben und/oder gestalten oder Emittenten aus dem Unternehmenssektor bei der Auflage neuer Finanzinstrumente beraten (Hersteller) (Art. 16 Abs. 3 UAbs. 2–5, Art. 24 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID II).³⁸ Als Hersteller gilt auch eine Wertpapierfirma, die Emittenten aus dem Unternehmenssektor bei der Auflage neuer Finanzinstrumente berät (Erwägungsgrund 15 DelRL 2017/593). Dabei muss sich die Beratung auf die konkrete Gestaltung des Finanzprodukts beziehen (z.B. Zinsgestaltung, Herabschreibungsrechte).³⁹ (2) Des Weiteren fallen Wertpapierfirmen, die Finanzinstrumente anbieten oder verkaufen (Vertreiber), in den Anwendungsbereich (Art. 16 Abs. 3 UAbs. 6, Art. 24 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID II).⁴⁰ Dieser Begriff wird von der ESMA weit verstanden; ausreichend ist bereits das bloße Zugänglichmachen von Finanzprodukten,⁴¹ sodass auch der Vertrieb im beratungsfreien Geschäft darunterfällt.⁴² (3) Erst recht erfasst werden Wertpapierfirmen, die sowohl Finanzinstrumente herstellen als

auch vertreiben (Erwägungsgrund 17 DelRL 2017/593).⁴³

Der sachliche Anwendungsbereich umfasst alle Finanzinstrumente im Sinne der MiFID (Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 i.V.m. Anhang I Abschnitt C) sowie strukturierte Einlagen.⁴⁴ Dabei spielt es keine Rolle, ob es sich um Finanzinstrumente auf Primär- oder Sekundärmärkten handelt und mittels welcher Dienstleistung sie vertrieben werden (Erwägungsgrund 18 DelRL 2017/593). Erfasst ist sowohl die Konzipierung neuer Finanzinstrumente,⁴⁵ jede weitere Begebung, Wiederauflage als auch jede wesentliche Anpassung bestehender Finanzinstrumente (Art. 9 Abs. 1 UAbs. 1 und Abs. 15 DelRL 2017/593).

2. Pflichten des Herstellers

2.1 Produktfreigabeverfahren des Herstellers

2.1.1 Organisationspflicht

Für den Hersteller stellt das Produktfreigabeverfahren eine bei der Konzeption von Finanzinstrumenten einzuhaltende Organisationspflicht dar. Erfasst werden die Schaffung, Entwicklung, Begebung und/oder Gestaltung von Finanzinstrumenten (Art. 9 Abs. 1 DelRL 2017/593). Das Verfahren für die Freigabe jedes einzelnen Finanzinstruments hat vor der Vermarktung oder dem Vertrieb an den Kunden zu erfolgen.

2.1.2 Umgang mit Interessenkonflikten

Die Wertpapierfirmen müssen bei der Konzeption von Finanzinstrumenten einen ordnungsgemäßen Umgang mit Interessenkonflikten sicherstellen (Art. 9 Abs. 2 Satz 1 DelRL 2017/593). Daher darf ein Finanzinstrument nicht so aufgebaut sein, dass es aufgrund seiner Merkmale oder Funktionsweise negative Aus-

dert durch die Richtlinie (EU) 2019/2162 vom 27.11.2019 über die Emission gedeckter Schuldverschreibungen und die öffentliche Aufsicht über gedeckte Schuldverschreibungen und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG und 2014/59/EU, ABl. EU L 328 vom 18.12.2019, 29.

³⁷ Zur Kritik daran siehe unten IV.4.

³⁸ Ausführlich dazu *Beule* (Fn. 6), N 476 ff.

³⁹ *Breilmann*, Bankrechtstag 2017 (Fn. 25), 134.

⁴⁰ Erfasst werden auch UNCITS-Kapitalverwaltungsgesellschaften und Verwalter von AIF, soweit sie MiFID-Wertpapierdienstleistungen erbringen, vgl. ESMA/2014/1569, Final Report (Fn. 29), 52, Ziff. 9; *Beule* (Fn. 6), N 481, 515.

⁴¹ ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), 32, Ziff. 6; anders *Beule* (Fn. 6), N 512, wonach ein Zugänglichmachen dann nicht ausreicht, wenn zuvor weder Werbung noch ein Hinweisen auf das Finanzprodukt erfolgt sei. Es liege keine Aktivität vor, die als Vertrieb oder Vermarktung interpretiert werden könne.

⁴² *Beule* (Fn. 6), N 511.

⁴³ Nicht erfasst sind hingegen die Betreiber von geregelten Märkten, MTFs und OTFs, vgl. *Beule* (Fn. 6), N 482 ff.

⁴⁴ Zu Einzelheiten *Beule* (Fn. 6), N 485 ff.

⁴⁵ *Beule* (Fn. 6), N 486, weist darauf hin, dass die Product Governance sich nicht auf Finanzinstrumente erstrecken sollte, die eine Wertpapierfirma nicht zum Verkauf an Kunden, sondern mit dem Ziel der Beschaffung von Kapital für das eigene Unternehmen emittiert. Die ESMA hat allerdings keine entsprechende Ausnahme vorgesehen (ESMA/2014/1569, Final Report [Fn. 29], 53 f., Ziff. 12). Dies dürfte darauf beruhen, dass man mit der MiFID II auch solche Banken erfassen wollte, die sich als Daueremittenten auf dem Anleihenmarkt betätigen.

wirkungen auf die Endkunden hat. Eine solche Gestaltung lag etwa bei dem in Deutschland viel beachteten CMS-Spread-Ladder-Swap-Urteil des BGH⁴⁶ zugrunde. Die beklagte Bank hatte einen Swap zur Absicherung von Zinsrisiken entworfen und angeboten. Der Kunde konnte – für ihn nicht erkennbar – aufgrund der Berechnungsmethode (negativer Marktwert von 4%) faktisch nie einen Gewinn erzielen, wohl aber einen Totalverlust seines gesamten Vermögens erleiden. Der BGH bejahte einen vertraglichen Schadenersatzanspruch wegen unterlassener Aufklärung über den Interessenkonflikt. Hätte seinerzeit bereits das Product Governance-Regime gegolten, hätte die Bank den Interessenkonflikt bereits bei der Konzeption des Swaps vermeiden müssen. Das Freigabeverfahren bewirkt also eine Vorverlagerung der Pflichten.⁴⁷ Eine Aufklärung des Kunden über den Interessenkonflikt wäre gar nicht mehr notwendig gewesen, wenn die Bank den Konflikt bereits bei der Produktentwicklung vermieden hätte. Die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten auf Stufe der Produktentwicklung tritt neben die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten auf Stufe des Vertriebs (Art. 23 Abs. 1 MiFID II, Art. 33 ff. DelVO 2017/565⁴⁸).

Der Umgang mit Interessenkonflikten umfasst des Weiteren die Vermeidung der Emission von Produkten, welche die Marktintegrität gefährden können. Eine solche Gefährdung kann vom Produkt selbst ausgehen (was aber voraussetzt, dass dies bereits erkennbar ist⁴⁹) oder weil die Wertpapierfirma eigene Risiken oder Positionen im Basiswert des Produkts mindern und/oder sich derer entledigen kann, falls die Wertpapierfirma die Basiswerte bereits für eigene Rechnung hält (Art. 9 Abs. 2 Satz 2 DelRL 2017/593). Schliesslich darf auch die Vergütungsregelung nicht interessenkonfliktbehaftet sein (Art. 9 Abs. 2 Satz 1 DelRL 2017/593). Daher dürfen bei-

spielsweise Produkte, die für den Einsatz in der Vermögensverwaltung entwickelt werden, nicht retrozessionsbehaftet sein, da derartige Zuwendungen bei dieser Dienstleistung in der EU verboten sind (Art. 24 Abs. 8 MiFID II).

Neben diese generellen Pflichten zur Vermeidung von Interessenkonflikten tritt nach Art. 9 Abs. 3 DelRL 2017/593 eine einzelfallbezogene Kontrollpflicht. Eine Wertpapierfirma muss jedes Mal, wenn sie ein Finanzinstrument konzipiert, mögliche Interessenkonflikte analysieren. Sie muss prüfen, ob dem Endkunden Nachteile entstehen könnten, weil dieser eine Gegenposition zu der Position übernimmt, die zuvor von der Firma selbst gehalten wurde, oder weil er eine Gegenposition zu der Position übernimmt, die die Firma nach Verkauf des Produkts halten will.

2.1.3 Sicherung der Marktstabilität

Eine Wertpapierfirma ist weiterhin verpflichtet, zu prüfen, ob das geplante Finanzinstrument eine Gefahr für die geordnete Funktionsweise oder die Stabilität der Finanzmärkte darstellen könnte (Art. 9 Abs. 4 DelRL 2017/593). Kriterien für eine solche Beurteilung finden sich in Art. 21 DelVO 2017/567⁵⁰. Betrachtet man die letzte Finanzkrise, wurde diese durch das von den allermeisten Marktteilnehmern und Aufsichtsbehörden nicht vorausgesehene Platzen einer Blase ausgelöst. Eine Blase beruht nicht auf der fehlerhaften Konzeption eines einzelnen Finanzinstruments, sondern auf der Vielzahl und der Konzentration der Geschäfte mit einzelnen (Typen von) Finanzinstrumenten (z.B. Subprimes), mangelnder Transparenz der Produkte und/oder des Marktgeschehens und Dominoeffekten. Ob eine Blase entstehen wird, ist für ein einzelnes Institut bei der Erstkonzeption eines einzelnen Finanzinstruments also zumeist nicht abzusehen. Die Analyse der Ursachen der Finanzkrise hat gezeigt, dass diese vor allem auf

⁴⁶ BGH WM 2011, 1682.

⁴⁷ So ausdrücklich Erwägungsgrund 15 der DelRL 2017/593 (Fn. 28).

⁴⁸ Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25.4.2016 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, ABl. EU L 87 vom 31.3.2017, 1.

⁴⁹ Zur Kritik an dieser Regelung s. III.2.1.3.

⁵⁰ Delegierte Verordnung (EU) 2017/567 der Kommission vom 18.5.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, Transparenz, Portfoliokomprimierung und Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention und zu den Positionen, ABl. EU L 87 vom 31.3.2017, 90. Für Versicherungsprodukte findet sich eine vergleichbare Regelung in Art. 1 der Delegierte Verordnung (EU) 2016/1904 der Kommission vom 14.7.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die Produktintervention, ABl. EU L 295 vom 29.10.2016, 11.

dem Verfall des Werts der verbrieften Hypothekenforderungen aus dem US-Immobilienmarkt beruhte. Die Verbriefung dieser Forderungen («originate and distribute-Modell») galt ursprünglich als Weg, um die Finanzwirtschaft zu stabilisieren. Die Standardisierung von Krediten und die durch die Verbriefung mögliche globale Risikostreuung sollte Konjunkturzyklen glätten und die lokale Konzentration des Kreditrisikos überwinden. Vor der Finanzkrise war man also der Ansicht, dass die globale Verteilung von Ausfallwahrscheinlichkeiten positiv zu bewerten war.⁵¹ Im Nachhinein ist man immer schlauer (*hindsight bias*), weshalb man die Pflicht, bei der Entwicklung von Finanzprodukten die Sicherung der Marktstabilität im Blick zu haben, als Papiertiger einordnen muss. Es wird nur extrem selten Fälle geben, in denen eine einzelne Wertpapierfirma schon bei der Konzeption eines Finanzinstruments Gefahren für die Marktstabilität absehen kann.

Wenn überhaupt, kann der Pflicht zur Sicherung der Marktstabilität daher nur dann Bedeutung zukommen, wenn das Entstehen einer Blase bereits am Markt bekannt ist und die Wertpapierfirma weitere Finanzinstrumente dieses Typs emittiert. In dieser Situation aber ist es Aufgabe der Aufsicht, über die Produktintervention solche Neuemissionen zu verhindern (Art. 42 MiFIR⁵²; Art. 21 DelVO 2017/567).⁵³

⁵¹ Vgl. die detaillierte Analyse von *Schröder Christian*, Handbuch Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2020, Kap. 10 N 1 ff., der auch das zu diesem Thema erschienene Schrifttum zusammenfasst. Lesenswert ist auch der Befund von *economiesuisse*, Finanzkrise: Ursachen und Chronologie der Ereignisse, <https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/dossier_pdf/dosspol_Finanzkrise_20090508.pdf>.

⁵² Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU L 173 vom 12.6.2014, 84. Für Versicherungsprodukte findet sich eine vergleichbare Regelung in Art. 16 und 17 der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.11.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl. EU L 352 vom 9.12.2014, 1.

⁵³ Umfassend zu Produktverboten etwa *Veil Rüdiger*, Produktintervention im Finanzdienstleistungsrecht, in: Bankrechtstag 2017, Berlin 2018, 159 ff., der die Regelung grundsätzlich begrüsst, aber auf die Gefahr einer Regulierungsarbitrage und die mögliche Schwächung des Informationsmodells hinweist; *Gerdinger Martin*, Anlegerschutz durch Produktverbote auf Finanzmärkten, Tübingen 2021,

Einzelnen Wertpapierfirmen eine Marktbeobachtungspflicht aufzuerlegen, die an sich Aufgabe der Aufsicht ist, überfordert diese, da ihnen weder die Erkenntnisquellen noch die Mittel dafür zur Verfügung stehen. Es ist daher nicht überraschend, dass das Schrifttum dieses Ziel der Product Governance als nicht erreichbar einstuft.⁵⁴

Eine weitere Ursache für Systeminstabilitäten bestand im unerwarteten Zusammenbruch eines wesentlichen Marktteilnehmers (Beispiel Lehman Brothers). Eine Wertpapierfirma verfügt regelmässig nicht über die Möglichkeit, solche Zusammenbrüche eines Konkurrenten rechtzeitig vorherzusehen. Sie kann nur ihre eigene wirtschaftliche Krise erkennen. In dieser Situation dient die Konzeption neuer Finanzinstrumente der eigenen Sanierung und man wird schwerlich von der Wertpapierfirma verlangen können, diese zu unterlassen. Glückt die Emission des Finanzinstruments, wird gerade der Zusammenbruch verhindert. Auch in dieser Situation ergibt also die Pflicht zur Sicherung der Marktstabilität keinen Sinn.

2.1.4 Sachkunde der betroffenen Mitarbeiter

Wertpapierfirmen müssen sicherstellen, dass die an der Konzeption von Finanzinstrumenten beteiligten massgeblichen Mitarbeiter über die erforderliche Sachkenntnis verfügen, um die Merkmale und Risiken der in Planung befindlichen Finanzinstrumente

der Produktverbote für vereinbar hält mit dem marktrational-optimistischen Verständnis des Informationsmodells. Vgl. des Weiteren *Busch* (Fn. 20), 415 ff.; *Patz Anika*, Staatliche Aufsicht über Finanzinstrumente – eine rechtsvergleichende juristisch-ökonomische Analyse zur Begründung einer materiellen staatlichen Aufsicht über Finanzinstrumente, Tübingen 2016; *Piwowski Robert*, Die Produktintervention durch ESMA und die nationalen Aufsichtsbehörden, WM 2021, 1465 ff.; *Schäfer Frank A.*, Überblick über die Produktinterventionsrechte deutscher und europäischer Finanzmarktaufsichtsbehörden, FS Marsch-Barnier, München 2018, 471 ff. Eher kritisch zur Rechtfertigung von Produktverboten *Andreotti Fabio*, Finanzmarktrechtliche Produktverbote: Anwendungsbereich und Grenzen aus rechtlicher und ökonomischer Sicht (Financial Product Bans: Scope and Limits from a Legal and Economic Perspective) (June 30, 2014), <<https://ssrn.com/abstract=3006035> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.300603>>5>.

⁵⁴ *Busch* (Fn. 20), 409 («Es wäre naiv zu denken, dass Produktgenehmigungsprozesse tatsächlich garantieren können, dass schädliche Produkte nicht länger vermarktet werden»).

zu verstehen (Art. 9 Abs. 5 DelRL 2017/593). Diese Anforderung stellt letztlich eine Selbstverständlichkeit dar. Eine Wertpapierfirma ist aufgrund ihrer professionellen Tätigkeit am Markt ohnehin in allen Bereichen ihres Handelns zur Sorgfalt verpflichtet. In Bezug auf den Vertrieb wird dies in Art. 24 Abs. 1 MiFID II klargestellt. Diese Norm wird dahingehend ausgelegt, dass die Sorgfaltspflicht nicht nur die eigentliche Finanzdienstleistung, sondern alle zur Vorbereitung der Finanzdienstleistung erforderlichen Massnahmen umfasst.⁵⁵ Der in Art. 9 Abs. 5 DelRL 2017/593 niedergelegten Produkt-Sorgfaltspflicht kommt also nur dann eigenständige Bedeutung zu, wenn die Wertpapierfirma die entwickelten Finanzinstrumente nicht selbst vertreibt, sondern nur konzipiert. In allen anderen Fällen hat die Norm nur deklaratorische Bedeutung.

2.1.5 Verantwortlichkeit des Leitungsorgans und Compliance

Das Leitungsorgan einer Wertpapierfirma ist verpflichtet, für eine wirksame Überwachung des Produktentwicklungsprozesses Sorge zu tragen. Compliance-Berichte an das Leitungsorgan müssen daher systematisch auch Informationen über die von der Firma konzipierten Finanzinstrumente enthalten, insbesondere auch Informationen über die Vertriebsstrategie. Die Wertpapierfirmen stellen die Berichte auf Verlangen den zuständigen Behörden zur Verfügung (Art. 9 Abs. 6 Satz 3 DelRL 2017/593). Auch diese Vorschrift bringt letztlich nur eine Selbstverständlichkeit zum Ausdruck. Der einzige neue Regelungsgehalt besteht in der Verpflichtung, die Compliance-Berichte der Aufsicht zugänglich zu machen.

Während Art. 9 Abs. 6 DelRL 2017/593 die Pflichtenlage aus Sicht des Leitungsorgans beschreibt, wechselt der Richtliniengeber in Absatz 7 der Norm die Perspektive und beschreibt denselben Vorgang aus Sicht der Compliance-Stelle. Diese muss

die Produktüberwachungsvorkehrungen überprüfen, damit mögliche Verstösse gegen die Product Governance erkannt werden.

2.1.6 Zusammenarbeit mit anderen Herstellern und Outsourcing

Art. 9 Abs. 8 DelRL 2017/593 verpflichtet Wertpapierfirmen, die Produkte mit anderen Herstellern zusammen entwickeln oder begeben, zu einer schriftlichen Regelung der Verantwortlichkeiten. Dies gilt insbesondere, wenn die anderen Hersteller aus Drittländern stammen oder in der EU ansässig sind, aber nicht unter die Aufsicht nach MiFID II fallen. Diese Regelung hat ebenfalls wiederholenden und klarstellenden Charakter, denn die allgemeine Pflicht zur Regelung des Outsourcing ergibt sich bereits aus Art. 16 Abs. 5 MiFID II und Art. 30 ff. DelVO 2017/565.⁵⁶

2.1.7 Zielmarktbestimmung

Gemäss Art. 9 Abs. 9 DelRL 2017/593 sind Wertpapierfirmen verpflichtet, gesondert für jedes Finanzinstrument dessen potenziellen Zielmarkt zu bestimmen. Sie legen also den Kundenkreis fest, mit dessen Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen das Finanzinstrument vereinbar ist (positiver Zielmarkt) und identifizieren etwaige Kunden(-gruppen), bei denen das nicht der Fall ist (negativer Zielmarkt). Die Bestimmung eines negativen Zielmarkts kann dann unterbleiben, wenn das Produkt für alle Kunden geeignet ist, also kein negativer Zielmarkt existiert. Auch kann es sein, dass sich der negative Zielmarkt bereits aus der Angabe des positiven Zielmarkts ergibt.⁵⁷ Je nach Festlegung des positiven und negativen Zielmarkts kann es zudem einen «grauen Zielmarkt»⁵⁸ geben, also eine Kundengruppe, die weder dem positiven noch dem negativen Zielmarkt angehört.

Arbeiten mehrere Wertpapierfirmen bei der Konzeption eines Finanzinstruments zusammen, müssen sie für dieses nur einen Zielmarkt bestimmen. Sofern

⁵⁵ Ebenso *Silverentand Larissa/Sprecher Jasha/Simons Lisette*, in: Busch/Ferrarini (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets*, Oxford 2017, N 8.01 («this general duty forms the basis for all conduct ...»); *Brenncke Martin*, in: Lehmann/Kumpan (eds.), *European Financial Services Law*, Baden-Baden/München/Oxford 2019, Art. 24 MiFID II N 5; *Koller Ingo*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), *Wertpapierhandelsrecht*, 7. Aufl., Köln 2019, § 63 N 15 («generalklauselartig sämtliche Aktivitäten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen»); vgl. auch Erwägungsgrund 15 und 16 der RL 2017/565.

⁵⁶ Zu Einzelheiten vgl. *Koller* (Fn. 55), § 80 N 116 ff.; *Zetzsche Dirk*, in: Lehmann/Kumpan (eds.), *European Financial Services Law*, Baden-Baden/München/Oxford 2019, Art. 16 N 28 ff. Für Banken gelten darüber hinaus die Anforderungen aus Art. 74 Abs. 3 UAbs. 1 CRD V und die Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/EU vom 2.7.2013.

⁵⁷ ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), N 68; *Breilmann*, Bankrechtstag 2017 (Fn. 25), 142 f.

⁵⁸ *Breilmann*, Bankrechtstag 2017 (Fn. 25), 143.

eine Wertpapierfirma Finanzinstrumente entwirft, die ausschliesslich durch andere Wertpapierfirmen vertrieben werden, kann sie nicht auf eigene Erfahrungen mit den potentiellen Kunden zurückgreifen. Sie muss daher die Bestimmung der Kundenbedürfnisse und -merkmale auf der Grundlage ihrer theoretischen Kenntnisse vornehmen. In diese fliessen die bisherigen Erfahrungen ein, die sie in Bezug auf das Finanzinstrument oder vergleichbare Finanzinstrumente, die Finanzmärkte sowie die Bedürfnisse, Merkmale und Ziele der potenziellen Endkunden erworben hat.

In der Sache handelt es sich bei der Zielmarktbestimmung um eine vorgezogene und abstrakte Eignungsprüfung. Die Wertpapierfirma muss (1) die passende Kundenkategorie (Privatkunde, professioneller Kunde oder geeignete Gegenpartei⁵⁹) ermitteln. Innerhalb dieser Kategorie(n) muss sie (2) den Umfang der Kenntnisse und Erfahrungen, (3) die finanzielle Situation sowie (4) die Risikotoleranz bzw. das Risiko-Rendite-Profil und (5) die Anlageziele und Bedürfnisse potenzieller Kunden festlegen, für die das Produkt geeignet ist.⁶⁰ Die Wertpapierfirma kann weitere Zielmarktmerkmale berücksichtigen.⁶¹ Dabei wird diskutiert, ob sie im Rahmen der Bestimmung des Zielmarkts auch typische Entscheidungsfehler von Kleinanlegern berücksichtigen muss, um deren (Selbst-)Schädigung zu verhindern.⁶²

Nach Durchführung der abstrakten Eignungsprüfung muss der Hersteller eine Szenarioanalyse durchführen (Art. 9 Abs. 10 DelRL 2017/593). Der Sache nach handelt es sich um einen Stresstest, bei dem der Hersteller prüft, welche Risiken des Produkts zu schlechten Ergebnissen für den Endkunden führen und unter welchen Umständen diese eintreten könnten. Die Wertpapierfirma analysiert das Finanzinstrument also unter Negativbedingungen. Der Richtliniengeber benennt beispielhaft folgende Szenarien:

Verschlechterung der Marktbedingungen; finanzielle Schwierigkeiten des Herstellers oder eines an der Konzeption und/oder der Funktionsweise des Finanzinstruments beteiligten Dritten; Eintritt eines anderen Gegenparteirisikos; kommerzieller Misserfolg des Finanzinstruments; unvorhergesehene hohe Nachfrage nach dem Finanzinstrument, sodass Druck auf die Ressourcen der Firma und/oder den Markt des Basisinstruments entsteht.

Sodann hat die Wertpapierfirma festzustellen, ob das Risiko-/Ertragsprofil des Finanzinstruments mit dem Zielmarkt vereinbar ist. Auch ist zu prüfen, ob die Gestaltung des Finanzinstruments durch für den Kunden vorteilhafte Merkmale bestimmt wird und kein Geschäftsmodell vorliegt, dessen Rentabilität auf schlechten Kundenergebnissen beruht (Art. 9 Abs. 11 DelRL 2017/593). Insbesondere muss die Wertpapierfirma die Gebührenstruktur prüfen. Dazu untersucht sie, ob die Kosten und Gebühren des Finanzinstruments mit den Bedürfnissen, Zielen und Merkmalen des Zielmarkts vereinbar sind. Die Gebühren dürfen nicht die Renditeerwartungen des Finanzinstruments untergraben, was beispielsweise der Fall wäre, wenn die Kosten oder Gebühren nahezu alle erwarteten steuerlichen Vorteile eines Finanzinstruments aufwiegen, übersteigen oder zunichtemachen. Auch muss die Gebührenstruktur für den Zielmarkt hinreichend transparent sein, darf also nicht verschleiern oder zu komplex ausgestaltet sein (Art. 9 Abs. 12 DelRL 2017/593). Sodann muss die Vertriebsstrategie zum Zielmarktkonzept passen (Art. 16 Abs. 3 UAbs. 3 MiFID II).

Das Zielmarktkonzept unterliegt dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit, sodass bei einfachen, weit verbreiteten Produkten eine geringere und bei komplexeren Produkten eine höhere Detailtiefe erforderlich ist. Massgebend sind u.a. die Komplexität, das Risiko-Rendite-Profil, die Liquidität und der Innovationsgehalt des Finanzprodukts.⁶³ Handelt es sich um massgeschneiderte Produkte, ist der Zielmarkt die Person des Käufers, es sei denn, ein Vertrieb auch an andere Personen ist geplant.⁶⁴

2.2 Kommunikationspflicht des Herstellers

Der Hersteller muss den Vertreibern des Finanzprodukts nicht nur die notwendigen Informationen über

⁵⁹ In der Schweizer Terminologie handelt es sich um institutionelle Kunden.

⁶⁰ Vgl. hierzu die detaillierten Vorgaben der ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), N 18. Diese wiederum werden im Detail erläutert bei *Baisch/Weber* (Fn. 25), 412 ff.; *Breilmann*, Bankrechtstag 2017 (Fn. 25), 136 ff.; *Brenncke* (Fn. 18), 1173, 1174 ff.

⁶¹ ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), N 16.

⁶² So ESMA, Opinion: Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements, ESMA/2014/332, 27.3.2014, N 25; zustimmend *Brenncke* (Fn. 18), 1177.

⁶³ ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), N 21.

⁶⁴ ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), N 24.

das Produkt selbst übermitteln, sondern auch über die geeigneten Vertriebskanäle, das Produktgenehmigungsverfahren und die Zielmarktbeurteilung. Die Art und der Umfang der Informationsvermittlung muss die Vertreiber in die Lage versetzen, das Finanzinstrument richtig zu verstehen und zu empfehlen oder zu verkaufen (Art. 9 Abs. 13 DelRL 2017/593).

2.3 Laufende Produktüberwachung durch den Hersteller

Gemäss Art. 9 Abs. 14 und 15 DelRL 2017/593 sind Wertpapierfirmen verpflichtet, die von ihnen konzipierten Finanzinstrumente regelmässig daraufhin zu überprüfen, ob das Finanzinstrument weiterhin mit den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen des Zielmarkts vereinbar ist. Sie müssen sich vergewissern, ob es ausschliesslich auf dem Zielmarkt vertrieben wird oder auch an Kunden, die gar nicht zur Zielgruppe gehören.

Die Prüffrequenz wird vom Hersteller festgelegt, wobei er die Komplexität und die im Produkt enthaltene Anlagestrategie zu berücksichtigen hat. Anlass für eine Prüfung sind aber auch die Neuauflage des Produkts oder der Eintritt von Ereignissen, die das potenzielle Risiko für den bestimmten Zielmarkt wesentlich beeinflussen könnten. Grundsätzlich bestimmen die Firmen selbst, welche Ereignisse so wesentlich für das potenzielle Risiko oder die Renditeerwartungen des Finanzinstruments sind, dass es Anlass für eine Überprüfung ist. Die Richtlinie nennt als Beispiele das Überschreiten einer Schwelle, die das Ertragsprofil des Finanzinstruments beeinflussen wird, oder die Solvabilität bestimmter Emittenten, deren Wertpapiere oder Garantien sich auf die Wertentwicklung des Finanzinstruments auswirken könnten.

Ergibt die Überprüfung eine derartige Abweichung vom Zielmarkt oder zeigt sich ein wesentliches Ereignis, muss die Wertpapierfirma angemessene Abhilfemassnahmen ergreifen. Die Richtlinie nennt folgende Beispiele:

- Übermittlung aller relevanten Informationen über das Ereignis und seine Auswirkungen auf das Finanzinstrument an die Kunden oder die Vertreiber des Finanzinstruments, falls die Wertpapierfirma das Finanzinstrument den Kunden nicht direkt anbietet oder nicht direkt an die Kunden vertreibt;
- Veränderung des Produktgenehmigungsverfahrens;

- Einstellung der weiteren Begebung des Finanzinstruments;
- Veränderung des Finanzinstruments zur Vermeidung unfairer Vertragsklauseln;
- Prüfung, ob die für den Verkauf des Finanzinstruments genutzten Kanäle angemessen sind, wenn die Firmen feststellen, dass das Finanzinstrument nicht wie geplant verkauft wird;
- Kontaktaufnahme mit dem Vertreiber, um eine Veränderung des Vertriebsprozesses zu erörtern;
- Beendigung der Beziehung mit dem Vertreiber und
- Unterrichtung der jeweils zuständigen Behörde.

3. Pflichten des Vertreibers

3.1 Einhaltung des Zielmarktprinzips

Der Richtliniengeber verpflichtet die Vertreiber von Finanzprodukten zur Einhaltung bestimmter Organisations- und Verhaltensregeln, um zu gewährleisten, dass das Zielmarktprinzip auch am Point of Sale beachtet wird. So müssen die vertreibenden Wertpapierfirmen über angemessene Produktüberwachungsvorkehrungen verfügen, um sicherzustellen, dass die Produkte und Dienstleistungen in ihrer Angebotspalette mit den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen eines bestimmten Zielmarkts vereinbar sind und dass die beabsichtigte Vertriebsstrategie diesem Zielmarkt entspricht. Die vertreibenden Wertpapierfirmen bestimmen den Zielmarkt und die Vertriebsstrategie anhand der von den Herstellern erhaltenen Informationen und anhand der Informationen über ihre eigenen Kunden.⁶⁵ Anders als der Hersteller, der nur abstrakte Vorstellungen über die Verhältnisse der Endkunden in die Produktgestaltung einfließen lassen kann, kennt eine vertreibende Wertpapierfirma die Situation und die Bedürfnisse ihrer Kunden genau. Sie muss dafür Sorge tragen, dass die Interessen ihrer als Zielgruppe in Frage kommenden Kunden nicht aufgrund kommerziellen oder finanziellen Drucks beeinträchtigt werden. Zu diesem Zweck identifiziert der Vertreiber diejenigen Kundengruppen, mit deren Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen das Finanzinstrument oder die Dienstleistung nicht

⁶⁵ Handelt eine Wertpapierfirma sowohl als Hersteller als auch als Vertreiber, ist nur eine Marktbewertung erforderlich, Art. 10 Abs. 2 UAbs. 4 Satz 2 DelRL 2017/593 (Fn. 28).

vereinbar ist (Art. 10 Abs. 2 UAbs. 1 DelRL 2017/593). Damit die Vertreiber dieser Pflicht nachkommen können, müssen sie bei den Herstellern alle Informationen abfragen, um das erforderliche Verständnis und Wissen in Bezug auf die Produkte zu erlangen (Art. 10 Abs. 2 UAbs. 2 DelRL 2017/593).

Vertreibt eine Wertpapierfirma Finanzinstrumente, die von einem nicht unter die MiFID II fallenden Unternehmen konzipiert wurden, muss sie sicherstellen, dass sie ausreichende Informationen über diese Finanzinstrumente erhält. Diese kann sie entweder vom betreffenden Hersteller oder aus öffentlich zugänglichen, zuverlässigen Quellen erlangen. Gelingt dies nicht, darf die Wertpapierfirma das Finanzinstrument nicht in die Angebotspalette aufnehmen.⁶⁶ Sollte der nicht von MiFID II erfasste Hersteller keinen Zielmarkt festgelegt haben, kommt diese Aufgabe den vertreibenden Wertpapierfirmen zu (Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 und 3 DelRL 2017/593).⁶⁷

Wertpapierfirmen sind beim Vertrieb verpflichtet, nur solche Produkte und Dienstleistungen in ihre Angebotspalette aufzunehmen, bei denen ein Zielmarkt definiert ist und bei denen die sonstigen Anforderungen der MiFID II eingehalten sind. Eine besondere Sorgfalt ist dann geboten, wenn neue Produkte oder veränderte Dienstleistungen angeboten werden sollen (Art. 10 Abs. 3 DelRL 2017/593).

Die von der Wertpapierfirma verfolgte Vertriebsstrategie muss zum Zielmarktkonzept passen (Art. 24 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID II). Dabei hat das Vertriebsunternehmen die Möglichkeit, dem Zielmarktkonzept und der Vertriebsstrategie des Herstellers zu folgen oder von ihr abzuweichen. So kann es etwa den Zielmarkt verengen oder erweitern und/oder eine andere Vertriebsstrategie wählen.

3.2 Produktüberwachung

Nicht nur die Hersteller (s.o. III.2.3), sondern auch die Vertreiber sind verpflichtet, die von ihnen angebotenen oder empfohlenen Finanzinstrumente und die von ihnen erbrachten Dienstleistungen regelmässig zu überprüfen und dabei alle Ereignisse zu berücksichtigen, die das potenzielle Risiko für den be-

stimmten Zielmarkt wesentlich beeinflussen könnten. Sie bewerten zumindest, ob das Produkt oder die Dienstleistung noch den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen des Zielmarkts entspricht und ob die Vertriebsstrategie noch geeignet ist. Bemerkten sie Diskrepanzen, aktualisieren sie die Produktpalette oder die Vertriebsstrategie (Art. 10 Abs. 5 DelRL 2017/593). Die mit der Produktpalette und deren Überprüfung betrauten Mitarbeiter müssen über die notwendige Sachkunde verfügen (Art. 10 Abs. 7 DelRL 2017/593). Die Vertreiber müssen diese Produktüberwachungsmaßnahmen ihrerseits in regelmässigen Abständen überprüfen und ggf. geeignete Massnahmen ergreifen (Art. 10 Abs. 4 DelRL 2017/593). Zudem muss die Compliance-Stelle dies überwachen (Art. 10 Abs. 6 DelRL 2017/593) und entsprechende Berichte an das Leitungsorgan verfassen, dem die Letztverantwortung über den Vertrieb obliegt (Art. 10 Abs. 8 DelRL 2017/593). Auf Verlangen muss die Compliance-Abteilung der zuständigen Aufsicht ihre Berichte zur Verfügung stellen (Art. 10 Abs. 8 Satz 3 DelRL 2017/593), sodass die Compliance insoweit zum verlängerten Arm der Aufsicht wird.

3.3 Kommunikationspflicht

Um den Herstellern ein Feedback zu den Produkten zu geben, verpflichtet Art. 10 Abs. 9 DelRL 2017/593 die Vertreiber, den Herstellern Informationen über die Verkäufe und, sofern angebracht, Informationen über die Überprüfungen zu übermitteln. Der Kommunikationsprozess (s.o. III.2.2) verläuft also in beide Richtungen. Sind zwischen Hersteller und Vertreiber andere Wertpapierfirmen zwischengeschaltet (Dienstleisterkette), verbleibt die Letztverantwortung für die Produktüberwachung und Kommunikation beim Vertreiber. Die zwischengeschalteten Dienstleister unterliegen jedoch gemäss Art. 10 Abs. 9 DelRL 2017/593 Mitwirkungspflichten.

3.4 Rechtsfolgen

Das Zielmarktkonzept stellt für das vertreibende Institut keine bindende Verpflichtung im Sinne eines Vertriebsverbots auf.⁶⁸ Allerdings sind die Hersteller verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, «dass die Strategie für den Vertrieb der Finanzinstrumente mit dem

⁶⁶ ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), N 63; etwas grosszügiger *Breilmann*, Bankrechtstag 2017 (Fn. 25), 145 («sollte ... nicht in seine Produktpalette aufnehmen»).

⁶⁷ Vgl. hierzu detailliert *Breilmann*, Bankrechtstag 2017 (Fn. 25), 143 f.

⁶⁸ *Beule* (Fn. 6), N 537; *Brenncke* (Fn. 18), 1179; *Buck-Heeb* (Fn. 19), 807 f.; *Ekkenga* (Fn. 20), 975.

bestimmten Zielmarkt vereinbar ist und dass die Wertpapierfirma zumutbare Schritte unternimmt, um zu gewährleisten, dass das Finanzinstrument an den bestimmten Zielmarkt vertrieben wird» (Art. 24 Abs. 2 MiFID II, inhaltlich ebenso Art. 16 Abs. 3 UAbs. 3 MiFID II). Der Vertreiber ist also gehalten, das Zielmarktkonzept zu befolgen, und darf nur im Einzelfall aufgrund besonderer Erkenntnisse über seinen Kunden davon abweichen. Ein Verkauf in den negativen Zielmarkt hinein soll daher eine Ausnahme sein, muss sorgfältig dokumentiert und in die Geeignetheitserklärung aufgenommen werden.⁶⁹

Um zu verhindern, dass das Zielmarktkonzept leerläuft, verlangt die ESMA, dass das Vertriebsunternehmen Prozesse entwickelt für den Fall, dass ein Kunde sich für ein Produkt aus dem negativen Zielmarkt entscheidet und es trotz erfolgter Warnung ordern möchte. Vertriebsunternehmen müssen festlegen, wie sie mit solchen Situationen umgehen wollen.⁷⁰ So können fehlende Kenntnisse des Kunden durch Aufklärung behoben werden mit der Folge, dass ein Vertrieb auf diese Weise möglich wird. Anders sieht dies aus, wenn der Zielmarkt für diesen Kunden negativ ist, weil seine Verlusttragungsfähigkeit zu gering ist. Dies lässt sich durch Aufklärung nicht kompensieren. Zwar verbietet die Product Governance in diesem Fall den Vertrieb nicht, doch geht das vertreibende Institut das Risiko von Anlegerschutzklagen ein. Dieses lässt sich letztlich nur durch eine ausreichende und sorgfältig dokumentierte Warnung eindämmen.⁷¹ Im Ergebnis führt das Zielmarktkonzept zwar nicht zu einem Vertriebsverbot ausserhalb des Zielmarkts, dürfte in der Praxis aber eine faktische Vertriebsbeschränkung bewirken.⁷²

Das Product-Governance-Regime lässt im Übrigen die Möglichkeit von Produktverboten durch die ESMA oder die nationale Aufsicht (Art. 40, 42 Abs. 1 MiFIR) unberührt.⁷³

IV. Kritik an der Product Governance

1. Wertungswidersprüche

Das Zielmarktkonzept gilt ausnahmslos für alle Finanzprodukte. Nur bei der Bestimmung der Detailtiefe des Zielmarkts kommt es darauf an, wie komplex ein Finanzinstrument ist. Dies führt in der Sache zu Wertungswidersprüchen. Nimmt man beispielsweise Plain-Vanilla-Produkte, wie Stammaktien oder gewöhnliche Anleihen, ist es inkonsequent, dass der Gesetzgeber der PRIIP-VO⁷⁴ davon ausgeht, dass diese Produkte einfach zu verstehen sind und daher kein Basisinformationsblatt benötigen,⁷⁵ um andererseits bei eben diesen Finanzinstrumenten eine Product Governance zu verlangen. Auch erlaubt der Richtlinienggeber bei nichtkomplexen Finanzinstrumenten sogar den völligen Verzicht auf den Angemessenheitstest (Art. 25 Abs. 4 MiFID II). Er geht also davon aus, dass bei nichtkomplexen Finanzinstrumenten nur ein deutlich reduzierter Anlegerschutz vonnöten ist.

2. Überregulierung

Nun könnte man einwenden, dass das Zielmarktkonzept immerhin dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit unterliege, weil die Detailtiefe bei der Zielmarktbestimmung von der Komplexität des Produkts, dem Risiko-Rendite-Profil, der Liquidität und dem Innovationsgehalt des Finanzprodukts abhängig sei.⁷⁶ Dieser Einwand überzeugt jedoch nicht, da diese Argumentation nur das «Wie» und nicht das «Ob» der Regulierung beleuchtet. Anders ausgedrückt: Das Argument nimmt die generelle Unterwerfung aller Finanzinstrumente unter die Product Governance hin und wertet es dann als positiv, dass nicht für alle Finanzinstrumente eine gleich detaillierte Zielmarktbestimmung erfolgen muss. Man überspringt damit die vorgelagerte Überlegung, ob die Product Governance als Ganze überhaupt verhältnismässig ist. Dies wäre nur dann der Fall, wenn sie geeignet, erforder-

⁶⁹ ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), N 55, 70; *Breilmann*, Bankrechtstag 2017 (Fn. 25), 148 f.

⁷⁰ ESMA35-43-620, Guidelines (Fn. 30), N 72; *Breilmann*, Bankrechtstag 2017 (Fn. 25), 148.

⁷¹ Der Vertrieb ausserhalb des Zielmarkts ist Anlass für eine Rückmeldung an den Hersteller, s.o. III.3.3.

⁷² Ähnlich die Einschätzung von *Baisch/Weber* (Fn. 25), 414.

⁷³ Zu deren Voraussetzungen s. *Patz* (Fn. 53) und *Schäfer* (Fn. 53).

⁷⁴ Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.11.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl. EU L 352 vom 9.12.2014, 1.

⁷⁵ Statt vieler *Buck-Heeb Petra*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl., Köln 2019, Art. 4 VO Nr. 1286/2014, N 7.

⁷⁶ So etwa *Bley* (Fn. 25), 277.

lich und verhältnismässig im engeren Sinn («angemessen») wäre.

2.1 Eignung

Die Product Governance müsste grundsätzlich für das angestrebte regulatorische Ziel eines verbesserten Anleger- und Verbraucherschutzes geeignet sein. Sicherlich könnte man sich mit der Feststellung begnügen, die vorherige Prüfung auf Interessenkonflikte, Kostentransparenz und Zielmarkt diene dem Anleger- und Konsumentenschutz. Eine derart pauschale Beurteilung verbietet sich aber, denn die Eignung der Product Governance muss anhand der *jeweiligen* Schutzziele geprüft werden:

(1) Als *Verbraucher* kommen nur Privatkunden (und dabei nicht einmal alle dieser Kategorie zugeordneten Kunden) in Frage. Unter dem Gesichtspunkt des Verbraucherschutzes besteht daher kein Anlass, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien zu schützen. Nicht vertieft werden kann hier die vorgelagerte Frage, in welchen Fällen es geboten ist, Gedanken des Verbraucherschutzes überhaupt im Finanzmarktaufsichtsrecht zu verankern.⁷⁷ Auf jeden Fall erscheint dieser Ansatz bei der Product Governance sehr zweifelhaft.⁷⁸ Die Anleger werden abstrakt systematisiert und einem Zielmarkt zugeordnet, was dem Ansatz des kollektiven Verbraucherschutzes entspricht. Es kommt nicht auf individuelle Anlegerbedürfnisse an. Vielmehr können Anleger (von der in III.3.4 erwähnten Ausnahme abgesehen) nur noch Produkte erwerben, die zuvor durch die Product Governance gefiltert wurden. Das Anlagepektrum wird für sie faktisch verkleinert. An die Stelle des mündigen Einzelanlegers tritt folglich ein Anlegerkollektiv, dessen Schutzbedürftigkeit sich nach dem Durchschnitt eben dieser Gruppe richtet. Eignungs- und Angemessenheitstest werden in ihrer Bedeutung durch den Vorfilter der Product Governance drastisch reduziert, und der Anlageberater wird zu einem reinen Verkaufsautomaten degradiert. Bemerkenswert ist die Schlussfolgerung von *Bley*, wonach der Zweck der Product Governance darin bestehe, zu verhindern, dass für den Anleger ungeeignete Finanzinstrumente in den Verkehr gebracht wer-

den.⁷⁹ Damit wird unterstellt, dass es nur «einen» Anlegertypus gibt und dass es der Product Governance faktisch gelingt, im Vorhinein festzustellen, welche Finanzprodukte ungeeignet sind. Dies wird in den wenigsten Fällen gelingen, da die Ungeeignetheit immer auch von den individuellen Bedürfnissen einzelner Kunden und von Marktentwicklungen abhängt. Eine abstrakte Vorprüfung, wie sie die Product Governance – unter Verbraucherschutzgesichtspunkten verständlich – vorsieht, kann nur zu einer Verflachung des Angebots führen. Es ist aus meiner Sicht daher höchst zweifelhaft, ob es sich – wie *Bley*⁸⁰ meint – um einen essentiellen Meilenstein auf dem Weg zu einem integrierten Finanzmarkt handelt. Der Gedanke des kollektiven Verbraucherschutzes bewirkt vielmehr Paternalismus und das interessanterweise nicht nur für Privatkunden, von denen einige Verbraucher sind, sondern für alle Anlegerkategorien.⁸¹

(2) Auch unter dem Gesichtspunkt des *Anlegerschutzes* ist die Eignung der Product Governance für alle Kundengruppen fraglich, denn in Bezug auf den Schutz vor übermässigen Risiken nimmt die MiFID II eine Differenzierung vor. Geeignete Gegenparteien unterfallen generell nicht den Verhaltenspflichten (zu den wenigen Ausnahmen vgl. Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 MiFID II). Die Richtlinie geht damit (ebenso wie bereits zuvor die MiFID I) davon aus, dass diese Personen selbst in der Lage sind, die Risiken von Finanzinstrumenten zu verstehen. Gleiches gilt in Bezug auf professionelle Kunden (vgl. Art. 54 Abs. 3 DelVO 2017/565). Diese beiden Kundengruppen können nach Ansicht des Richtliniengebers also die Risiken von komplexen Finanzinstrumenten selbst einschätzen oder wissen zumindest, dass sie sich gezielt nach diesen Risiken erkundigen müssen. Ein zusätzlicher Schutz durch das Zielmarktkonzept geht folglich von vornherein ins Leere und ist damit nicht geeignet, zumindest aber nicht erforderlich. Wenn überhaupt, müssten diese Kundengruppen also nur vor Interessenkonflikten beim Hersteller und mangelnder Kostentransparenz geschützt werden.

⁷⁹ *Bley* (Fn. 25), 280.

⁸⁰ *Bley* (Fn. 25), 286.

⁸¹ *Bley* (Fn. 25), 277, verneint einen Paternalismus einzig mit dem Argument, es liege keine staatliche Kontrolle vor. Vom Effekt der Regulierung her macht es keinen Unterschied, ob der Staat selbst die Vorkontrolle durchführt oder ob er hierzu – sanktionsbewehrt – Private in die Pflicht nimmt.

⁷⁷ Grundsätzlich ablehnend *Ekkenga* (Fn. 20), 996 («Irrweg»). Differenzierend *Sethe* (Fn. 17), N 8.1 ff. sowie das in Fn. 21 genannte Schrifttum.

⁷⁸ Ebenso *Ekkenga* (Fn. 20), 996 ff.

(3) Das Zielmarktkonzept erfasst nicht nur alle Kundengruppen, sondern auch alle Finanzprodukte. Bei Aktien wird der Schutz der potenziellen Aktionäre jedoch bereits umfassend durch das Aktien- und das Prospektrecht sichergestellt. Der Aufwand einer Zielmarktbestimmung bringt keinerlei Zusatznutzen, erhöht also weder den Anleger- noch den Verbraucherschutz.⁸² Im Übrigen kann der Hersteller (Emitent) bei der Emission noch gar nicht absehen, wie sich die Aktie entwickeln wird. Sollte der Kurs verfallen, kann der Emittent der Rechtsfolge der Product Governance, den Vertrieb zu stoppen oder das Produkt anzupassen, gar nicht nachkommen, da er wegen des Verbots der Einlagenrückgewähr die Aktien weder vom Markt nehmen noch ohne Satzungsänderung deren Inhalt verändern kann.

Bei gewöhnlichen Anleihen besteht das Hauptrisiko in der Ausgestaltung der Anleihebedingungen. Dieses Konditionenrisiko lässt sich mittels AGB-Kontrolle effektiv begrenzen.⁸³ Zudem wird der Hersteller von Finanzinstrumenten selbst bei der Product Governance nicht verpflichtet, seine Konditionen (die häufig auch preisbestimmende Faktoren sind) ausschliesslich nach den Kundeninteressen auszurichten. Vielmehr wird er (trotz der Product Governance) seine eigenen Interessen durchsetzen.⁸⁴ Das zweite Risiko ist die Bonität des Schuldners. Deren Bestimmung erfolgt regelmässig über den Preis bzw. Kurs, den der Markt zu bezahlen bereit ist. Es bedarf daher auch insoweit keines aufwendigen Verfahrens zur Zielmarktbestimmung. Unproblematisch sind auch die allermeisten Investmentanteile. Hier findet eine Produktkontrolle bereits aufgrund des Investmentrechts statt, sodass ein Zusatznutzen durch die Product Governance nicht ersichtlich ist. Das Zielmarktkonzept ist also von vornherein für nichtkomplexe Finanzinstrumente ungeeignet. Da die Product Governance ursprünglich als Reaktion auf immer

komplexere Produkte gedacht war,⁸⁵ verwundert dieser Befund jedoch letztlich nicht.

(4) Das Aufsichtsrecht konzentrierte sich zur Gewährleistung eines verbesserten Anlegerschutzes über lange Zeit auf das Verhalten des Finanzdienstleisters am Point of Sale. Über Informationspflichten und die nach Kundengruppen differenzierenden Eignungs- bzw. Angemessenheitstests wird sichergestellt, dass der Anlegerschutz (und der Verbraucherschutz, soweit die Personen zugleich als Verbraucher anzusehen sind) gewährleistet ist. Diesen aufsichtsrechtlichen Pflichten entsprechen parallele vertragliche Pflichten, sodass dem Anleger bei deren Verletzung vertragliche Schadensersatzansprüche zustehen. Zum Hersteller von Finanzprodukten (sofern er nicht zugleich Vertreiber ist) bestehen hingegen keine vertraglichen Verbindungen und es fehlen folglich Schutzpflichten gegenüber den Anlegern. Diese Ausgangslage ähnelt auf den ersten Blick derjenigen, die der Einführung der Produkthaftung bei beweglichen Sachen zugrundelag. Allerdings gewährt das Zielmarktkonzept den Anlegern gerade keine Produkthaftungsansprüche, sondern «nur» eine abstrakte Pflicht zur Produkteinordnung und -überwachung. Auch wird die Beweislast nicht geregelt. Damit ist das Zielmarktkonzept ungeeignet, die bestehende Haftungslücke gegenüber den Herstellern zu schliessen.⁸⁶

(5) Die Product Governance soll weiterhin der Gewährleistung von Marktstabilität dienen. Wie bereits festgestellt (s.o. III.2.1.3), ist sie dafür aber ungeeignet. Hersteller verfügen nicht über die Erkenntnisquellen, um Blasen am Markt zu erkennen. Zudem ist es Aufgabe der Aufsichtsbehörden, mit Produktverboten auf schädliche Entwicklungen zu reagieren.

Im Ergebnis fehlt es also an der Eignung des Konzepts der Zielmarktbestimmung, soweit sich diese auch auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien bezieht. Auch fehlt die Eignung im Hinblick auf nichtkomplexe Finanzprodukte. Schliesslich schafft die Regelung keine ausservertragliche Haftungsnorm, um Anlegern bei der Verletzung der

⁸² Ebenso *Ekkenga* (Fn. 20), 983 ff.; *Silverentand Larissa*, MiFID II – Product Governance, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2015, 63; anders *Buck-Heeb* (Fn. 25), 7; *Busch* (Fn. 20), 410, die eine Zielmarktbestimmung auch bei Aktien für nötig halten.

⁸³ Aus deutscher Sicht *Sethe Rolf*, Genussscheine mit Verlustbeteiligung an den Klippen des AGB-Rechts, *WM* 2012, 577 ff. m.w.N. Aus Schweizer Sicht s.o. die Nachweise in Fn. 17.

⁸⁴ *Eggen* (Fn. 16), 248.

⁸⁵ *Lange* (Fn. 19), 1723, 1725, Text bei Fn. 39; *Ekkenga* (Fn. 20), 982.

⁸⁶ *Bley* (Fn. 25), 209 ff., kommt zu dem überzeugenden Ergebnis, dass – ausser in Fällen der vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung – keinerlei Schadensersatzansprüche der Anleger wegen einer Verletzung der Product Governance-Vorgaben bestehen. Ähnlich *Buck-Heeb* (Fn. 19), 812 ff.

Pflicht zur Produkteinordnung und -überwachung Ansprüche gegen die Hersteller einzuräumen.

2.2 Erforderlichkeit

(1) In der Sache wird mit der Zielmarktbestimmung eine abstrakte Eignungsprüfung durchgeführt (s.o. III.2.1.7). Da es jedoch bereits die Aufgabe des Vertriebers ist, die Eignung bzw. Angemessenheit eines Produkts für den konkreten Anleger zu prüfen, bedarf es keiner vorgelagerten Prüfung, für welche Kunden ein Finanzprodukt geeignet ist.⁸⁷ Der einzige Sinn, den eine solche Verdoppelung haben könnte, wäre die Vorsorge für den Fall, dass der Vertreter den Eignungs- bzw. Angemessenheitstest unsorgfältig durchführt oder dass ihm die notwendige Sachkunde fehlt.⁸⁸ Die Überwachung dieses Vorgangs ist jedoch eine Kernaufgabe der Aufsicht. Zudem verhindert die Doppelung des Eignungs- bzw. Angemessenheitstests nicht, dass es auf Stufe des Vertriebs dennoch zu Fehlern kommt, denn das Zielmarkt-konzept ist für den Vertrieb nicht verbindlich im Sinne eines Verkaufsverbots. Vielmehr kann das vertreiben-

de Institut im Einzelfall auch in Bezug auf Produkte ausserhalb des Zielmarkts beraten oder diese verkaufen (s.o. III.3.4). Dies setzt – wenn die Finanzdienstleistung sorgfältig ausgeführt wird – eine entsprechende Aufklärung des Kunden voraus.⁸⁹ Allerdings kann das Zielmarkt-konzept nicht gewährleisten, dass eine solche Aufklärung auch tatsächlich am Point of Sale erbracht wird. Das Konzept weist folglich nur einen einzigen Zusatznutzen auf. Er besteht darin, dass es eine unzutreffende Einordnung des Finanzprodukts im Rahmen des Eignungs- bzw. Angemessenheitstests durch den Mitarbeiter am Point of Sale verhindert. Denn es wird eine faktische Standardisierung der Finanzprodukte bewirkt.⁹⁰

Als milderer Mittel käme eine bessere staatliche Kontrolle des Vertriebs, z.B. durch Mystery Shopping), sowie eine standardisierte Risikoklassifizierung in Betracht.⁹¹ Der Aufwand für das Mystery Shopping würde punktgenau am Vertrieb ansetzen, den man gerade verbessern möchte. Zudem würde er nicht einen Dritten (den Hersteller), sondern den Problemverursacher (Vertreiber) erfassen. Das Mystery Shopping wäre ausserdem nicht nur geeignet, Fehler in der Produkteinschätzung durch die Mitarbeiter am Point of Sale aufzudecken, sondern auch andere Verstösse gegen die Verhaltenspflichten gegenüber dem Kunden.⁹² Es vermeidet den Nachteil einer zu weit gehenden Standardisierung, die zu einer Verhinderung von Finanzinnovationen führen kann. Schon heute ist zu beobachten, dass die Produktpalette vieler Institute wegen der Kosten und des Zeitaufwands der Product Governance stark verkleinert worden ist.⁹³ Das wiederum verstärkt den Herdentrieb und die Markttrends.

Mit der Einführung der Product Governance hat man einen geradezu klassischen Fehler der Gesetzgebung wiederholt. Statt die Einhaltung bestehender Gesetze effektiv(er) zu kontrollieren, schafft man

⁸⁷ Kritisch auch *Baisch/Weber* (Fn. 25), 415 f., für die die positiven Auswirkungen der Regelung nur schwer messbar sind.

⁸⁸ Ein Beispiel findet sich im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Lehman-Zertifikaten durch die UBS. Diese musste in den USA wegen unzureichender Aufklärung von US-Kleinkunden über die Risiken der Lehman-Zertifikate USD 2.5 Mio. Busse und USD 8.25 Mio. Entschädigung bezahlen: «FINRA found that UBS failed to emphasize adequately to some investors that the principal protection feature of the Lehman-issued PPNs was subject to issuer credit risk; did not properly advise UBS financial advisors of the potential effect of the widening of credit default swap spreads on Lehman's financial strength, or provide them with proper guidance on the use of that information with clients; failed to establish an adequate supervisory system for the sale of the Lehman-issued PPNs, and failed to provide sufficient training and written supervisory policies and procedures; did not adequately analyze the suitability of sales of the Lehman-issued PPNs to certain UBS customers; created and used advertising materials that had the effect of misleading some customers about specific characteristics of PPNs.» vgl. <<https://www.finra.org/media-center/news-releases/2011/finra-fines-ubs-financial-services-25-million-orders-ubs-pay>>. Der FINRA Executive Vice President *Brad Bennett* stellte in dieser Pressemitteilung fest: «In cases, UBS' financial advisors did not even understand the complex products they were selling, and as a result, they neglected to disclose necessary information to customers about the issuer's credit risk so investors would understand the magnitude of the potential losses.»

⁸⁹ *Brenncke* (Fn. 18), 1179 (aufsichtsrechtliche Pflicht) und 1180 (vertragliche Pflicht).

⁹⁰ Dies begrüssen *Baisch/Weber* (Fn. 25), 416, weil Emittenten angeregt würden, weniger leichtfertig hoch komplexe und für eine Vielzahl von Anlegern ungeeignete, keinen Zusatznutzen stiftende Produkte zu konzipieren.

⁹¹ *Krebs Michael*, Modell zur Risikoklassifizierung von Anlageprodukten, ST 11/2011, 934 ff.

⁹² Vgl. etwa *Sethe Rolf*, Ist die neue Finanzmarktregulierung funktionsfähig?, SZW 2018, 605, 616.

⁹³ *Ekkenga* (Fn. 20), 975. Warnend bereits *Buck-Heeb* (Fn. 19), 819; *Moloney* (Fn. 6), 825.

einfach neue Gesetze in der Hoffnung, in irgendeiner Masche des so geknüpften Netzes würden fehlbare Anbieter von Finanzprodukten schon hängen bleiben. Dass dies ein Irrweg ist, liegt auf der Hand.⁹⁴ Man muss die Anreize so setzen, dass die Pflichten am Point of Sale (insb. Eignungs- und Angemessenheitstest) funktionieren. Solange sich der Prozess der Anlageberatung faktisch vorwiegend am Verdienstinteresse der Finanzinstitute ausrichtet, hilft es nicht, durch weitere Regeln das Beratungsgespräch zu reglementieren. Mit oder ohne Product Governance werden die meisten Institute immer versuchen, nur diejenigen Produkte zu vermarkten, die ihnen die höchste Verdienstmarge liefern. Da komplexe Produkte oft auch deshalb geschaffen werden, weil sich in ihnen Gewinnmargen oder erhöhte Risiken gut verstecken lassen, entspringt der Hang der Hersteller zur Komplexität oft keinem Bedürfnis der Anleger nach solchen Anlagen.⁹⁵ Grossbritannien hat mit der Retail Distribution Review vorgemacht, wie heilsam es für den Markt sein kann, wenn man die provisionsgetriebene Anlageberatung zurückdrängt.⁹⁶ Man muss das Vergütungsinteresse der Institute folglich vom Gegenstand der Beratung entkoppeln.

(2) Betrachtet man die mit der Product Governance verfolgten weiteren Ziele, nämlich die Verhinderung von Interessenkonflikten und die Verbesserung der Kostentransparenz, lassen sich diese auch ohne aufwendiges Zielmarktbestimmungsverfahren erreichen. Ausreichend wäre es, den Herstellern die Pflicht aufzuerlegen, den Vertreibern alle notwendigen Informationen über (versteckte) Kosten mitzuteilen und eventuelle Interessenkonflikte zu vermeiden.

Im Rahmen der Verhältnismässigkeitsprüfung fehlt es also auch an der Voraussetzung der Erforderlichkeit der Regelung zur Product Governance.

2.3 Verhältnismässigkeit im engeren Sinn

Die Product Governance wäre nur dann verhältnismässig im engeren Sinne («angemessen»), wenn die Nachteile, die mit ihr verbunden sind, nicht ausser Verhältnis zu den damit bezweckten Vorteilen stehen. Es handelt sich bei der Regelung um ein sehr zeit- und kostenaufwendiges Verfahren.⁹⁷ Wie stark dieses Handicap in der Praxis ist, zeigt die jüngste Entwicklung. Weil Unternehmensanleihen wegen des zeitraubenden Verfahrens der Product Governance nicht schnell genug emittiert werden konnten, gerieten viele Unternehmen in der Covid-19-Krise in wirtschaftliche Schwierigkeiten. Die Product Governance berücksichtigt den wichtigen Aspekt von «time to market» nicht ausreichend. Die EU sah sich daher gezwungen, kurzfristig in das Product-Governance-Regime eine Ausnahme einzufügen (vgl. Art. 16a MiFID II, der jüngst durch den sog. MiFID-Quick-Fix eingefügt wurde⁹⁸). Von den Anforderungen an die Product Governance ausgenommen sind nun Anleihen, die über keine anderen eingebetteten Derivate als eine Make-Whole-Klausel verfügen, und alle Finanzinstrumente, die ausschliesslich an geeignete Gegenparteien vermarktet oder vertrieben werden. Die Erfahrung zeigt also bereits drei Jahre nach Inkrafttreten der Neuregelung, dass es verfehlt war, das Zielmarktconcept auf alle Kundengruppen und auf alle Finanzinstrumente zu erstrecken.

Daher fehlt auch die Verhältnismässigkeit im engeren Sinn (siehe auch IV.4).

3. Anlegerleitbild

Durch die Einordnung der Product Governance als Mittel des kollektiven Verbraucherschutzes kommt es

⁹⁴ *Ekkenga* (Fn. 20), 998, nennt die Product Governance gar einen «Irrtum der Rechtsgeschichte».

⁹⁵ Vgl. etwa *Hens Thorsten/Rieger Marc Oliver*, Explaining the demand for structured financial products: survey and field experiment evidence, *ZfB* 2012, 491 ff.; *Hens Thorsten/Rieger Marc Oliver*, Can utility optimization explain the demand for structured investment products?, *Quantitative Finance* 2014, 673 ff.

⁹⁶ <https://www.fca.org.uk/publication/guidance-consultation/gc12_03.pdf> und <<https://www.fca.org.uk/publication/other/fs010-rdr-adviser-charging.pdf>> sowie FCA, Thematic Review TR 13/5, Juli 2013, abrufbar unter <<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr13-05.pdf>>.

⁹⁷ Dies kritisieren bereits *Baisch/Weber* (Fn. 25), 415; *Buck-Heeb* (Fn. 19), 819; a.A. *Busch* (Fn. 20), 420, der die Kosten im Vergleich zu den Auswirkungen schädlicher Finanzprodukte als gering einstuft. Der deutsche Gesetzgeber schätzt die für Institute anfallenden Kosten auf jährlich EUR 31,7 Mio., vgl. RegE zum 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936, 198, 289.

⁹⁸ Richtlinie (EU) 2021/338 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.2.2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/878 im Hinblick auf ihre Anwendung auf Wertpapierfirmen, zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Krise, ABl. EU L 68 vom 26.2.2021, 14.

nicht mehr auf den einzelnen Anleger an. Vielmehr wird auf ein abstraktes Leitbild des Anlegers abgestellt, das notwendigerweise standardisiert ist (s.o. III.2.1.7). Dieses geht vom Grundsatz aus, dass der Anleger selbst bei Aktien und gewöhnlichen Anleihen Hilfestellung benötigt. Dieses Vorgehen ist zu Recht als Hinwendung zu einem Leitbild des unmündigen Anlegers kritisiert worden.⁹⁹

4. Abwälzen einer staatlichen Aufgabe

Die fehlende Verhältnismässigkeit der Product Governance wurde bereits frühzeitig erkannt. Die EU-Kommission hat 2011 im Zuge der Beratungen zu MiFID II folgende Stellungnahme verfasst: «Bearing in mind the last resort character of such a measure the costs of a full ex ante authorisation regime compared to the benefits would be disproportionate. In addition should an authorisation regime be introduced the scope and pace of financial innovation might be significantly hindered due to a lengthy and costly authorisation process that would put an extraordinary strain of resources of competent authorities. This could lead to «a reduction in investment opportunities». Such negative impacts would be rather limited under the product ban option as only toxic products or activities would a posteriori be prohibited. Lastly the banning option is more efficient and fosters greater responsibility among investment service providers than an authorisation regime for new products and services. If there was an authorisation process for each financial product this could be taken as a seal of approval by the investing public as to the quality of such product. However, the future development of a product and in particular whether it is going to create losses for the investor is impossible to predict. Should the investor occur losses there is the very real and significant concern that he is going to turn to the competent authorities for damages thus alleviating the responsibility of the product developer.»¹⁰⁰ Die EU-Kommission wusste also, dass das Verfahren ungeeignet ist und dass es für die Aufsichtsbehörden unverhältnismässig sein und zahlreiche gravierende Nachteile für die Märkte mit sich bringen würde. Statt auf das Vorhaben ganz zu verzich-

ten, hat die EU es einfach den Herstellern und Vertreibern auferlegt.

Wenn von Produkten im Einzelfall Gefahren ausgehen, ist es sinnvoll, dass der Staat eingreifen kann. Dazu sehen das europäische Recht sowie die nationalen Aufsichtsrechte entsprechende Produktinterventionsmöglichkeiten vor.¹⁰¹ Ob es daneben noch eines überfürsorglichen Schutzes aller Anleger bedarf, muss sehr bezweifelt werden. Wenn der Staat eine solche präventive Kontrolle für sich selbst als unverhältnismässig ansieht, sollte er sie auch nicht seinen Wirtschaftsteilnehmern auferlegen.

5. Wettbewerbsrechtliche Bedenken

Da der Hersteller mit dem Zielmarktkonzept den Vertrieb einschränkt, wird im Schrifttum ausführlich analysiert, welche Einschränkungen des Wettbewerbs mit der Product Governance einhergehen.¹⁰² Dies kann hier aus Platzgründen nicht vertieft werden.

V. Fazit

Die EU-Product Governance zielt auf eine Verbesserung des Anlegerschutzes, indem man verhindert, dass am Point of Sale für einzelnen Anlegergruppen ungeeignete Finanzprodukte vertrieben werden. Der Hersteller und der Vertreter sind verantwortlich für eine Vertriebsstrategie, die mit dem Zielmarktkonzept des Herstellers übereinstimmt. Empfehlungen oder Verkäufe ausserhalb des Zielmarkts sollen nur im Ausnahmefall erfolgen. Insbesondere will man Kleinanleger vor komplexen und für sie ungeeigneten Produkten schützen. Da der Anleger mit einem Hersteller (sofern dieser nicht zugleich Vertreter ist) in keinerlei vertraglichen Beziehung steht und der Hersteller daher keiner Treuepflicht gegenüber dem Anleger unterliegt, will man diese Lücke schliessen und auch den Hersteller in die Pflicht nehmen. Zudem will man Interessenkonflikte auf Seiten des Herstellers eindämmen und Kostentransparenz schaffen. Die verfolgten Ziele werden jedoch mit unverhältnismässigen Mitteln umgesetzt:

1. Erfasst werden nicht nur komplexe, sondern alle Finanzinstrumente. Bei Plain-Vanilla-Produkten

⁹⁹ Ekkenga (Fn. 20), 990; Piwowarski (Fn. 25), 203 ff.

¹⁰⁰ EU-Kommission, Staff Working Paper: Impact Assessment of the MiFID II and MiFIR, 20.11.2011, SEC(2011)1226 final, 45 (Tippfehler im Original vorhanden).

¹⁰¹ Zur Möglichkeit von Produktverboten vgl. die Beiträge in Fn. 53.

¹⁰² Ekkenga (Fn. 20), 981 ff.

- bedarf es jedoch keiner Zielmarktbestimmung, da sie für alle Kundengruppen geeignet sind. Zudem sind die Rechtsfolgen, die ausgelöst werden, wenn der Hersteller wesentliche Ereignisse bei einem Finanzprodukt entdeckt, nicht passend. Dies zeigt sich besonders deutlich bei Aktien, bei denen die Leitung der AG weder eine Rücknahme noch eine nachträgliche Anpassung der Statuten vornehmen kann.
2. Das Zielmarktkonzept schützt gerade nicht nur Privatkunden oder Kleinanleger, sondern erfasst alle Kundengruppen. Es werden damit auch Personen geschützt, die keines solchen Schutzes bedürfen. Das gesetzliche Leitbild entspricht bedauerlicherweise dem eines unmündigen Anlegers.
 3. Der Gesetzgeber misstraut dem Verhalten der Kundenberater am Point of Sale. Er will verhindern, dass sie Finanzprodukte unzutreffend einordnen und dadurch ungeeignete Anlagen empfehlen oder vertreiben. Um dies zu verhindern, wird dem Eignungs- bzw. Angemessenheitstest eine Kategorisierung der Finanzprodukte vorgeschaltet, statt die ausreichende Sachkunde der Kundenberater aufsichtsrechtlich durchzusetzen. Ein Mehr an gesetzlicher Regulierung ersetzt nicht den Vollzug bestehender Gesetze.
 4. Die Zielmarktbestimmung ist zeitaufwendig und teuer. Sie führt zu einer deutlichen Verkleinerung der Angebotspalette und hemmt Innovationen. Der Gesetzgeber hat den Gesichtspunkt «time to market» nicht genügend berücksichtigt und sah sich nun gezwungen, die Product Governance im Rahmen des MiFID-Quick-Fix zu korrigieren.
 5. Die Vorgabe der Product Governance, wonach Hersteller bereits bei der Schaffung von Finanzinstrumenten eine Pflicht zur Sicherung der Marktstabilität haben, ist illusorisch. Ihnen fehlen hierfür die Erkenntnisquellen und Mittel. Erkennen lassen sich Gefährdungen der Marktstabilität allenfalls während der Laufzeit eines Produkts. Dann aber ist es Aufgabe der Aufsicht und nicht der Hersteller, steuernd einzugreifen.
 6. Der Schweizer Gesetzgeber hat daher im Ergebnis richtig entschieden, die unverhältnismässige, bürokratische und kostspielige Regelung der EU nicht im Wege des autonomen Nachvollzugs ins FIDLEG zu übernehmen.
 7. Einzelne Aspekte der EU-Regulierung sind jedoch bedenkenswert, da der Anlegerschutz bei komplexen Finanzinstrumenten in der Schweiz

schwach ausgeprägt ist. So sieht die EU im beratungsfreien Geschäft¹⁰³ gegenüber Privatkunden einen Angemessenheitstest vor, auf den nur bei nicht komplexen Finanzinstrumenten verzichtet werden kann (s.o. IV.1). Die Schweiz hat im beratungsfreien Geschäft ganz auf einen solchen Test verzichtet, weil sie davon ausgeht, dass der mündige Anleger selbst einschätzen muss, ob er auch komplexe Finanzinstrumente beherrscht. In der Praxis zeigt sich jedoch, dass sich Privatkunden im reinen Ausführungsgeschäft oft überschätzen und daher gewarnt werden müssten, um mündige Entscheidungen treffen zu können.¹⁰⁴ Daher sollte der schweizerische Gesetzgeber bei komplexen Finanzinstrumenten zwingend die Prüfung der Kenntnisse und Vorerfahrungen des Privatkunden sowie als Rechtsfolge die Pflicht zur Warnung des Kunden im Fall eines erkennbaren Überschreitens seines Erfahrungshorizonts vorschreiben. Auch setzt die Entscheidung eines mündigen Anlegers eine entsprechende Entscheidungsgrundlage und damit Informationen voraus. Daher sollte die Kostentransparenz in Art. 8 FIDLEG überarbeitet werden, die bislang keine «pre-trade cost information» im reinen Ausführungsgeschäft kennt.¹⁰⁵ Ein Kunde kann beispielsweise nicht beurteilen, wie teuer ihn ein komplexes Finanzinstrument im Vergleich zu einem nicht komplexen Finanzinstrument kommt und welche versteckten Kosten seine Rendite schmälern. Auch kann er ohne entsprechende Information die Kosten und den Nutzen von zusammengesetzten Finanzinstrumenten im Vergleich zum Erwerb der Einzelkomponenten nicht beurteilen.

8. Es wäre sinnvoll, den Anwendungsbereich von Art. 25 FIDLEG um eine Regelung zu erweitern, wonach auch die bislang nicht unter das FIDLEG fallenden Hersteller von Finanzprodukten angemessene Vorkehrungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten bei der Schaffung von Finanzinstrumenten treffen müssen.

¹⁰³ Nach Schweizer Terminologie Execution-Only-Geschäft oder reines Ausführungsgeschäft. Ebenso Sethe Rolf/Fahrländer Lukas, Angemessenheits- und Eignungsprüfung nach FIDLEG, SZW 2020, 631.

¹⁰⁴ Ebenso Sethe Rolf/Fahrländer Lukas, Angemessenheits- und Eignungsprüfung nach FIDLEG, SZW 2020, 631.

¹⁰⁵ SK FIDLEG-Bischof Thomas, Art. 8 N 50.