



FOKUS

## **NEUE FINANZMARKTARCHITEKTUR: WAS KOMMT AUF UNS ZU?**

RESEARCH

**ACTIVE SHARE – EIN SPIEGELBILD  
DER FONDSWIRKLICHKEIT?**

ASSET MANAGEMENT

**WANDELANLEIHEN: KONVEXITÄT  
FÜR DIE FIXED INCOME-ALLOKATION**

# NEUE FINANZMARKT- ARCHITEKTUR:



# WAS KOMMT AUF UNS ZU?

Vor noch nicht allzu langer Zeit wurde das KAG gründlich revidiert und in der Folge sämtliche dazugehörigen Verordnungen, Rundschreiben und Richtlinien angepasst. Und schon rollt die nächste regulatorische Lawine auf unser Geschäft zu. Sie soll nicht nur neue Gesetze in die Niederungen unserer Arbeitswelt bringen, sondern auch das ganze Finanzmarktrecht und damit die vertraute Landschaft unseres Fonds- und Asset Management-Geschäfts gründlich umpflügen. Viel Zeit soll dabei nicht verstreichen. Erste Erlasse sollen bereits 2016 in Kraft treten (FinfraG). Die Umsetzung des neuen Rechtsrahmens dürfte hingegen Jahre dauern. B2B präsentiert nachstehend im Sinne eines Auftakts verschiedene Exposés zum Thema. Es sind erste Einschätzungen und Meinungen von Fachexperten aus Berufsverbänden und spezialisierten Anwaltskanzleien sowie Fondsanbietern resp. Fondsleitungen. Weitere Beiträge werden folgen.

Das hiesige Finanzmarktrecht befindet sich im Umbau: viele neue Abkürzungen, viele offene Fragen, zunehmende Rechtsunsicherheit. Während mit dem OR hierzulande zwei Buchstaben ausreichen, um zwischen Ordnung und Freiheit ein geregeltes Miteinander in der Unternehmenswelt sicherzustellen, so wird sich die Finanzindustrie als Teil davon bald einmal mit vielen zusätzlichen Spezialerlassen und fünf- bis siebenstelligen Buchstabenkombinationen auseinandersetzen. Während das FINMAG (siehe Kästchen rechts) bereits seit längerem in Kraft ist und wesentliche Akteure unlängst geschäftsübergreifend und gesamtheitlich beaufsichtigt sind, befinden sich Gesetzesvorlagen wie FIDLEG, FinfraG und FINIG erst im Entstehen.

Im Rahmen der neuen Rechtsarchitektur werden Gesetze erlassen, welche für Institute und Dienstleistungen, aber auch für die benötigte Infrastruktur geschäfts- und teilmarktübergreifend ausgestaltet sind; ein Finanzdienstleistungsgesetz wie FIDELG zum

Beispiel: Es soll u.a. Verhaltens- und Organisationsregeln beinhalten, welche u.a. für Banken, Fondsleitungen und Asset Manager in gleicher Weise zur Anwendung kommen. Das bislang primär säulenartig aufgebaute Finanzmarktrecht - u.a. Spezialgesetze für Banken, Versicherungen, Effekten-

## ABKÜRZUNGEN

- **FINMAG**: Finanzmarktaufsichtsgesetz (Aufsicht - Beziehung Aufsicht / Anbieter)
- **FIDLEG**: Finanzdienstleistungsgesetz (Dienstleistungen - Beziehung Finanzintermediär / Kunde)
- **FinfraG**: Finanzinfrastrukturgesetz (u.a. Handelsinfrastruktur)
- **FINIG**: Finanzinstitutsgesetz (Institute / Dienstleister wie u.a. Vermögensverwalter)

händler oder Kollektivanlagen – soll künftig durch primär nach Regulierungsebenen ausgestalteten Gesetzeserlassen ersetzt werden (analog dem FINMAG).

### **Kundenschutz, Level Playing Field und Marktzugang als wesentliche Stichworte**

Mit den geplanten Gesetzeserlassen soll der Kundenschutz im Finanzsektor gestärkt sowie Verzerrungen im Wettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern von Finanzdienst-

leistungen und -produkten durch die Schaffung gleicher Wettbewerbsvoraussetzungen («Level Playing Field») verringert werden. Noch immer sind die einen reguliert, gewisse andere nicht: Um Gelder zu einfachen Sparzwecken entgegenzunehmen, braucht es eine Banklizenz. Wer aber Gelder Berufes halber anlagentechnisch verwaltet, kann dies hierzulande grundsätzlich ohne Fähigkeitsnachweis und auch ohne Bewilligungen tun, was notabene in kaum einem anderen

europäischen Land gestattet ist. Bei den Produkten resp. Geschäftsfeldern nicht anders: Während Fonds von Gesetzgeber und Aufsicht an engster Leine geführt werden, kennen strukturierte Produkte kaum regulatorische Rahmenbedingungen. Mit der vorgeschlagenen Neuausrichtung der über Jahrzehnte gewachsenen Gesetzeslandschaft besteht eine einmalige Chance, den Grundsatz «same business – same rules» konsequent umzusetzen. Schliesslich sollen die neuen Vorschriften zur Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes beitragen.

### **Es scheiden sich die Geister**

Wann FIDLEG und FINIG tatsächlich in Kraft treten werden, ist zurzeit noch offen. Es ist anzunehmen, dass dies frühestens 2017 der Fall sein wird, möglicherweise aber auch erst 2018. Die Vernehmlassungsergebnisse sind publiziert, die Kommentare angebracht und die Positionen bezogen. Offen ist der politische Prozess in Bern bis hin zu möglichen Referenden. Das Thema ist vielschichtig und die Interessenlage komplex. Die einzelnen Meinungen zu bestimmten Sachverhalten könnten im Rahmen der breitgefächerten Finanzmarktindustrie je nach beruflicher Herkunft unterschiedlicher nicht sein, und die Diskussionen werden teilweise sehr emotional geführt. Während für einige die genannten Gesetzesinitiativen symbolhaft den endgültigen Kniefall vor EU-Brüssel darstellen, gibt es jene, die einer verlorenen Chance hinterher trauern, welche die Schweiz als europäische Finanzhochburg etabliert hätte; für sie ist der Finanzbranchen-Zug ohnehin längst abgefahren. Andere sehen demgegenüber in den neuen Gesetzesvorlagen eine wichtige Chance, die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes und seiner Anbieter sicherzustellen. Ein wichtiges Stichwort, das in diesem Zusammenhang immer wieder fällt, ist der Zugang zu ausländischen Märkten, namentlich jenen der EU.

### **EU-Recht auf Vormarsch – Äquivalenz das aktuelle Zauberwort**

Am G20-Gipfel wurde 2009 im Nachgang zur grossen Krise festgelegt, im Bereich der

Finanzmarktindustrie sämtliche Akteure zu regulieren und zu beaufsichtigen – mit anderen Worten: sämtliche Teile der betrieblichen Wertschöpfungskette im Finanz- und Anlagegeschäft. Die EU-Regulatoren haben mit der Schaffung von AIFMD und MiFID II sofort reagiert und verfolgen dieses Ziel mit aller Härte; auch die Schweiz steht unter zunehmendem Druck. Damit gerät auch die Kundenbasis und der Point of Advice und Sale vermehrt ins Visier der Regulatoren. Ausserdem ist fraglich, ob die Selbstregulierung, wie sie die Schweiz schon seit Jahrzehnten traditionell kennt, all die Veränderungen überleben wird. Da nicht Mitglied von EU und EWR, gilt es auf allen drei Ebenen laufend zwischen EU-Recht und Schweizer Recht intelligent abzuwägen: Äquivalenz heisst zurzeit das politische Zauberwort, d.h. gleichwertig, aber nicht identisch, wenn es um Übernahme von EU-Recht geht. In welcher Form und wie konsequent die Schweiz im Rahmen der Gesetzesanpassungen insbesondere MiFID II übernehmen will, ist noch offen.

Bei der Ausarbeitung des Vernehmlassungsentwurfs für ein FIDLEG hat man sich denn stark an der entsprechenden Regulierung in der EU orientiert. Im Fokus steht dabei eine enge Anlehnung an MiFID II und PRIIPs. Hauptziel ist die Stärkung des Kundenschutzes. Betroffen sind dabei sämtliche Anbieter von Finanzprodukten und -dienstleistungen. Interessant wird sein, wie alle diese regulatorischen Anpassungen das Fonds- und Asset Management-Geschäft in absehbarer Zeit auch hierzulande verändern dürften. Das geplante FINIG hingegen soll alle Finanzinstitute, welche die gewerbsmässige Vermögensverwaltung für Dritte anbieten, einer kohärenten Aufsichtsregelung unterstellen. Je nach Regulierungsanforderungen und Aufsichtsintensität gilt es gemäss Vorlage fortan zu unterscheiden zwischen so genannten qualifizierten Vermögensverwaltern (Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen und Pensionskassen) und einfachen Vermögensverwaltern.

Materiell geht es bei den genannten Gesetzesvorlagen im Rahmen des Schweizer Finanzmarktrechts im Wesentlichen um die

Übernahme von internationalen Standards. Der Vorteil all dieser Anpassungen: Insgesamt liesse sich eine neue Finanzmarktarchitektur, wie sie zurzeit angedacht ist, international wesentlich besser vermarkten. Das Asset Management als bedeutenden Pfeiler der Schweizer Finanzindustrie soll damit massgeblich gestärkt, der Finanzsektor exportfähiger gemacht werden. Sicherlich wird Grad und Geschwindigkeit der Anpassungen an EU-Recht darüber entschei-

den, ob und in welchem Masse der Marktzugang verbessert werden kann.

Im Folgenden haben Fachexperten aus Berufsverbänden und spezialisierten Anwaltskanzleien sowie Fondsanbietern resp. Fondsleitungen das Wort: Dirk Spiegel und Marta Hohnjec (GAM), Sandro Abegglen, François M. Bianchi und Luca Bianchi (NKF), Diana Imbach Haumüller (SFAMA), Raoul Würgler (Foreignbanks) und Thomas Huber (PMG).

# VERSCHÄRFUNG DER RECHTLICHEN RAHMENBEDINGUNGEN

DIRK SPIEGEL / MARTA HOHNJEC

Am 28. März 2012 beauftragte der Bundesrat das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD), Projektarbeiten zur Erarbeitung einer sektorübergreifenden Regulierung von Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen sowie deren Vertrieb aufzunehmen. Die Vernehmlassung zum Gesetzgebungsprojekt wurde am 25. Juni 2014 eröffnet und dauerte bis zum 17. Oktober 2014. Der Bundesrat hat am 13. März 2015 von den Ergebnissen der Vernehmlassung Kenntnis genommen und erste Richtungsentscheide getroffen. Die Botschaft zum FIDLEG/FINIG wurde auf Ende 2015 in Aussicht gestellt. Die neuen Erlasse werden frühestens 2017, möglicherweise aber auch erst 2018 in Kraft treten.

Dem FIDLEG sollen neben Finanzdienstleistern auch Kundenberater sowie Anbieter und Ersteller von Finanzinstrumenten unterstehen. Die Vernehmlassungsvorlage sieht neben Vorschriften zur Produktdokumentation, Rechtsschutz, etc. auch eine Reihe von Verhaltenspflichten und organisatorische Massnahmen vor, auf die im Folgenden detaillierter eingegangen wird.

## Verhaltensregeln - u.a. Angemessenheits- und Eignungsprüfungen

Das FIDLEG will durch Verhaltensregeln die aufsichtsrechtlichen Pflichten festlegen, welche die Finanzdienstleister ihren Kunden gegenüber einhalten müssen, wenn sie Finanzdienstleistungen erbringen. Wie aus dem «Erläuternden Bericht» zur Vernehmlassungsvorlage hervorgeht, stehen im Vordergrund Informations- und Erkundigungspflichten, namentlich Informationen über den Finanzdienstleister und sein Tätigkeitsfeld. Weiter hat der Finanzdienstleister gemäss Vernehmlassungsvorlage den Kunden in genügender Weise über die Eigenschaften und Risiken der betreffenden Finanzdienstleistungen und -instrumente aufzuklären, über historische Wertentwicklungen zu informieren und auf spezifische Eigenschaften, etwa bei zusammengesetzten Finanzinstrumenten, hinzuweisen. Zudem ist die erforderliche Produktdokumentation abzugeben, so namentlich bei Privatkunden vor dem Erwerb von Finanzinstrumenten ein Basis-Informationsblatt. Ausführliche Prospekte sind nur auf Anfrage zur Verfügung zu stellen. Transparent offenzulegen sind

ausserdem die dem Kunden direkt oder indirekt anfallenden Kosten von Finanzdienstleistungen und -produkten. Bei Anlageberatung oder Vermögensverwaltung ist zudem anzugeben, ob die Dienstleistung unabhängig ist und ob eine laufende Beurteilung der Eignung der Finanzinstrumente vorgenommen wird. Als unabhängig dürfen sich Finanzdienstleister gemäss dem «Erläuternden Bericht» nur bezeichnen, wenn sie «eine ausreichende Anzahl von Finanzinstrumenten in ihre Evaluation einbeziehen» und keine finanziellen Anreize von Dritten entgegennehmen, ohne sie vollumfänglich an die Kunden weiterzugeben.

Vor Erbringung einer Dienstleistung ist der Finanzdienstleister zu einer Angemessenheitsprüfung verpflichtet, wie aus dem «Erläuternden Bericht» hervorgeht. Dabei wird gestützt auf die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden beurteilt, ob die Dienstleistung oder der Produkttyp für diesen angemessen ist. Keine Angemessenheitsprüfung ist notwendig, wenn es sich um «execution only» handelt (also die Ausführung oder blosser An-



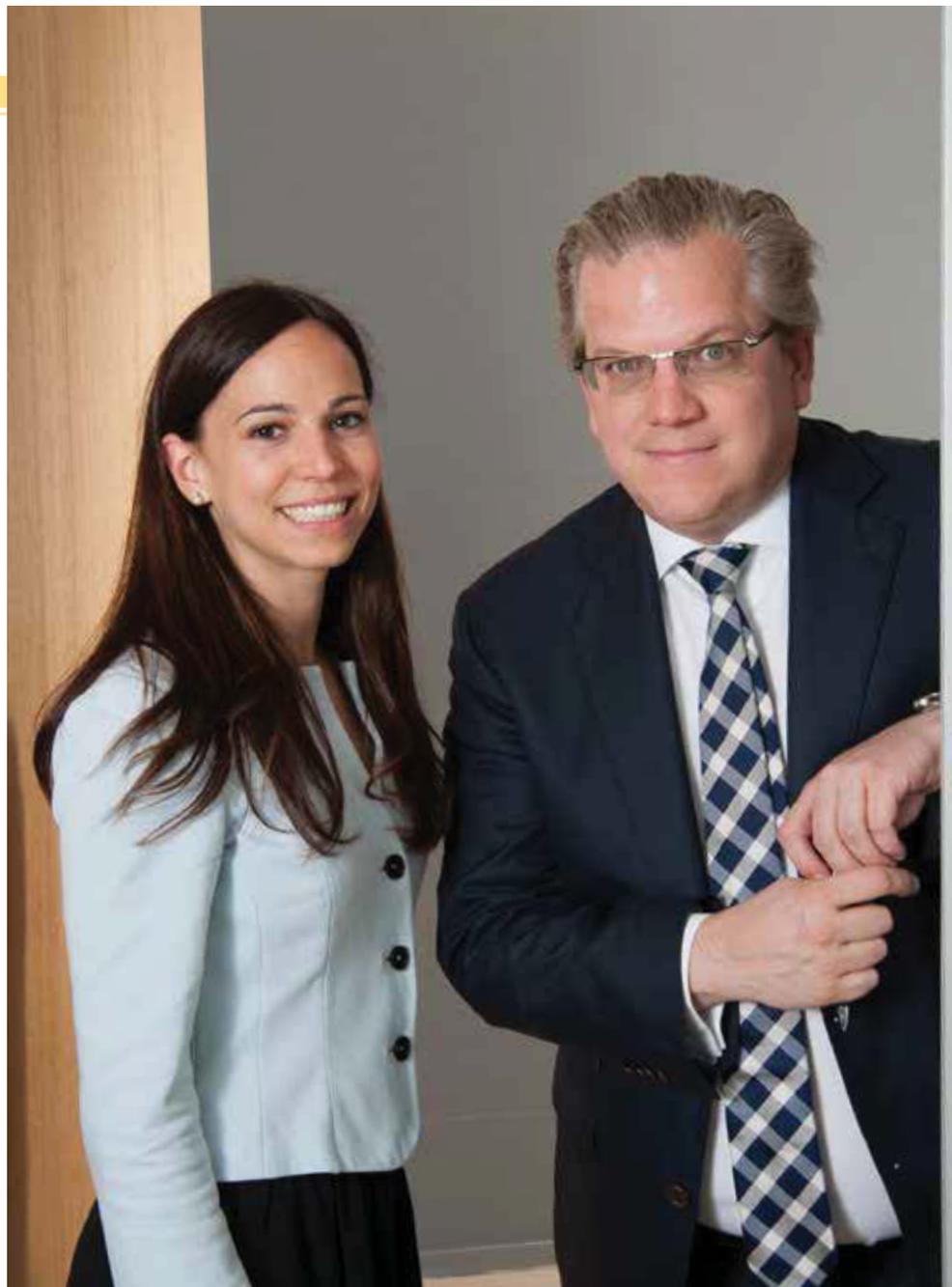
---

**Dirk Spiegel und Marta Hohnjec**

Dirk Spiegel ist General Counsel Continental Europe & Cayman, Marta Hohnjec Senior Compliance Officer Continental Europe, beide bei GAM Investment Management (Switzerland) AG, Zürich.

nahme und Übermittlung von Kundenaufträgen), die auf Veranlassung des Kunden getätigt werden. Bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung ist zudem eine Eignungsprüfung vorgesehen. Bei der Vermögensverwaltung soll vor Vertragsabschluss sicherzustellen sein, dass der Kunde die Dienstleistung Vermögensverwaltung versteht und die gewählte Anlagestrategie den Zielen und Vermögensverhältnissen des Kunden grundsätzlich entspricht und damit geeignet ist. Ausserdem soll der Vermögensverwalter vor der Durchführung von Transaktionen prüfen müssen, ob diese in ihrem Zusammenspiel mit dem Rest-Portfolio für den Kunden geeignet sind.

Die Verhaltenspflichten sind grundsätzlich öffentlichrechtlicher Natur und ihre Einhaltung wird durch die Aufsichtsbehörde im Rahmen der laufenden Aufsicht geprüft. Eine strafrechtliche Verantwortung ist für diejenigen Personen vorgesehen, die vorsätzlich oder fahrlässig gegen die Verhaltenspflichten verstossen. Obwohl die aufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten nicht unmittelbar in das privatrechtliche Verhältnis zwischen Finanzdienstleister und Kunde eingreifen, kann der Zivilrichter zur Konkretisierung von privatrechtlichen Vorschriften die Verhaltenspflichten des FIDLEG beziehen. Entsprechend entfalten gemäss dem «Erläuternden Bericht» zum FIDLEG die Verhaltenspflichten eine Ausstrahlungswirkung auf die zivilrechtliche Beziehung zwischen dem Finanzdienstleister und seinem Kunden.

**Organisationsregeln - u.a. Regelung von Interessenkonflikten**

Die Vernehmlassungsvorlage zum FIDLEG enthält eine Reihe von Organisationsvorschriften, namentlich organisatorische Massnahmen zur Erfüllung der Pflichten wie auch zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Die Organisationsvorschriften des FIDLEG sollen gemäss dem «Erläutern-

den Bericht» sowohl für prudentiell beaufsichtigte als auch für nicht-beaufsichtigte Finanzdienstleister gelten, wobei eine laufende aufsichtsrechtliche Überwachung der Einhaltung der Pflichten nur für die prudentiell beaufsichtigten Institute stattfinden soll. Die organisatorischen Massnahmen betreffen die Mitarbeiter, den Bezug Dritter für die Erbringung von Finanz-



dienstleistungen und die Dienstleisterkette, also die Auftragserteilung durch einen Finanzdienstleister an einen anderen Finanzdienstleister. In der Dienstleisterkette bleibt der auftragserteilende Finanzdienstleister für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Kundeninformationen sowie die Einhaltung der Verhaltenspflichten verantwortlich. Interessant ist der Versuch, Interessenkonflikte zu regeln. Gemäss dem «Erläuternden Bericht» sollen Interessenkonflikte wenn möglich vermieden werden, sind aber «auf jeden Fall» den Kunden gegenüber offenzulegen. Weiter ist die Annahme von Vorteilen nur zulässig, wenn die Kunden vorgängig auf die Herausgabe der Vorteile ausdrücklich verzichtet haben oder diese den Kunden vollumfänglich weitergegeben werden.

#### **Regulierungsfolgen**

Die Vernehmlassungsvorlage wirft Fragen zu Kosten und Nutzen der zusätzlichen Regulierung durch FIDLEG auf. Gemäss dem

«Künftig könnten Kunden bessere Entscheidungen treffen, da Informationsasymmetrien zwischen Kunden und Anbietern verringert werden sollen.»

Dirk Spiegel

«Erläuternden Bericht» sind im Zusammenhang mit den neuen Verhaltensregeln «gewisse höhere administrative Kosten» zu erwarten. Die Finanzdienstleister müssten interne Vorschriften erlassen und über eine angemessene Betriebsorganisation verfügen, inklusive die Einführung von internen Weisungen. Dies dürfte insbesondere für

mittlere bis grössere Unternehmen «marginale zusätzliche Aufwendungen» bedeuten. Die Regulierungsfolgenabschätzung zum FIDLEG sieht die Verhaltenspflichten für Finanzdienstleister mit überschaubaren, einmaligen Anpassungskosten verbunden, da diese entweder gegenwärtig auf Stufe Selbstregulierung bereits vorgeschrieben sind oder zur gängigen Praxis gehören. Zusätzlicher Aufwand könne für Kundenberater entstehen.

Auf der Nutzenseite können gemäss dem «Erläuternden Bericht» eine tendenziell höhere Qualität der Dienstleistungen, eine Stärkung des Vertrauens in den Finanzdienstleister und die Verringerung von Informationsasymmetrien zwischen Kunden und Finanzdienstleistern erwartet werden. Die Regulierung zur Vermeidung von Interessenkonflikten würde dazu beitragen, dass Kunden bessere Entscheidungen treffen können und die Rechtssicherheit erhöht wird.

# AUSWIRKUNGEN AUF DAS FONDS- UND ASSET MANAGEMENT- GESCHÄFT

SANDRO ABEGGLEN / FRANÇOIS M. BIANCHI / LUCA BIANCHI

## In welcher Form und wie konsequent wird die Schweiz im Rahmen der Gesetzesanpassungen MiFID II übernehmen resp. übernehmen müssen?

**François Bianchi:** Das FIDLEG wird wesentliche Elemente von MiFID II enthalten. Es wurde aber vom Umfang her in typisch schweizerischer Tradition viel schlanker und besser verständlich ausgestaltet als das sehr detaillierte europäische Vorbild. Auch aus diesem Grund bewegt sich das FIDLEG in einem Spannungsverhältnis zwischen schweizerischer Praktikabilität und dem Ziel der Gleichwertigkeit zu MiFID II aus europäischer Sicht. In einigen Punkten allerdings wird sich das FIDLEG von MiFID II unterscheiden: Unter dem FIDLEG bzw. FINIG wird für reine Anlageberater keine Institutsbewilligung erforderlich sein. Zudem werden unter dem FIDLEG Execution only-Aufträge für komplexe Finanzinstrumente für Privatkunden nicht a priori verboten. Faktisch kann allerdings das FIDLEG für international ausgerichtete Finanzdienst-

leister keine (echten) Erleichterungen bewirken, da diese für das Geschäft mit Kunden aus der EU ohnehin MiFID II implementieren müssen.

## Welche Konsequenzen hat diese Entwicklung auf das angestammte KAG?

**François Bianchi:** Das KAG wird weiterbestehen, jedoch reduziert auf die pro-

duktspezifischen Vorschriften, z.B. Anlagerestriktionen für die verschiedenen Fondstypen, sowie die Regulierung der Vertriebsgenehmigung – sofern erforderlich – und des Vertreters ausländischer kollektiver Kapitalanlagen; diese Vorschriften sind eng mit dem Produkt verknüpft. Die Verhaltenspflichten beim Fondsvertrieb sowie die institutsspezifischen Regeln, d.h. insbesondere die Bewilligungsvoraussetzungen der Fondsführungsgesellschaften und KAG-Vermögensverwalter, werden dagegen in das FIDLEG bzw. FINIG überführt. Dies entspricht der neuen Gesetzesarchitektur, welche auch die Effektenhändler – nicht aber die Banken und Versicherer – neu dem FINIG unterstellt. Zu beachten ist, dass im Rahmen der letzten KAG-Revision im Jahre 2013 bereits diverse europäische Regulierungsbestrebungen berücksichtigt worden waren, etwa UCITS IV und AIFMD.

**Luca Bianchi:** Aufgrund der neuen Prospektspflicht für generell alle öffentlich an-

«Die Umsetzung der neuen regulatorischen Rahmenbedingungen wird die Fonds- und Asset Management-Industrie noch über Jahre beschäftigen.»

François M. Bianchi





**Dr. Sandro Abegglen, Dr. François M. Bianchi und Luca Bianchi**  
Rechtsanwälte, Niederer Kraft & Frey AG, Zürich.

gebotenen Finanzinstrumente im FIDLEG ergeben sich für kollektive Kapitalanlagen keine neuen Anforderungen. Im Gegenteil: Es wird ein Level Playing Field eingeführt. Zwar wird vermutlich das neue Basisinformationsblatt BIB die «Wesentlichen Informationen für die Anleger» KIID ersetzen, doch bedeutet dies keine grundsätzliche Änderung – anders als z.B. die Einführung einer Prospektprüfung durch eine Prüfstelle bei strukturierten Produkten im OTC-Bereich –, und die Pflicht zum BIB trifft neu ebenfalls alle Finanzinstrumente.

**Welche neuen Pflichten bestehen nach Inkrafttreten des FIDLEG am Point of Sale?**

**Sandro Abegglen:** Das FIDLEG führt zu mehr und viel stärker formalisierten Verhaltenspflichten am Point of Sale. Unabhängig von der Art der Finanzdienstleistung ist der Kunde zunächst – immerhin wohl bloss einmalig – über verschiedene Aspekte und Risiken der Dienstleistungserbringung zu informieren. Dazu gehören u.a. auch wirtschaftliche Bindungen an Dritte – Stichwort: Retrozessionen – und die Art und Weise der Verwahrung von Finanzinstrumenten. Diese Information sollte in standardisierter Form möglich sein, geht aber inhaltlich deutlich über das heute Nötige hinaus. Bei Vermögensverwaltung und Anlageberatung muss zudem offengelegt werden, ob die Dienstleistung unabhängig erfolgt sowie ob laufende Eignungsprüfungen und ob bei der

Produktauswahl Marktanalysen gemacht werden. Beim Angebot von vielen Finanzinstrumenten an Privatkunden – gewisse Instrumente, insbesondere Aktien, werden von der Pflicht indessen ausgenommen sein – muss zudem proaktiv ein Basisinformationsblatt zur Verfügung gestellt werden. Sodann muss – nicht nur wie heute schon bei der Vermögensverwaltung, sondern neu auch bei jeder Anlageberatung – eine Eignungsprüfung vorgenommen werden. Dies darf nicht unterschätzt werden, da das FIDLEG unter Anlageberatung jede Art von profilbezogener, persönlicher Anlageempfehlung versteht, Anlageberatung mithin das im Private Banking immer noch äusserst wichtige, informelle Advisory only-Geschäft einschliesst.



«Neue Gebührenmodelle sind eine logische Konsequenz der neuen, erhöhten Transparenz am Point of Sale und des Pushs von Private Clients in formalisierte Beratungsgefässe.»

Sandro Abegglen

Gänzlich neu im Vergleich zur heutigen Pflichtenlage ist sodann die Pflicht zur Angemessenheitsprüfung, etwa die Abfrage von Kenntnissen und Erfahrung, bei jedem Angebot von Finanzinstrumenten an Privatkunden ausser bei Execution only-Transaktionen. Da hat es der Kundenberater heute mit i.d.R. der blossen Pflicht zur Risikoinformation gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG – mittels der bekannten Aufklärungsbroschüren erfüllbar – doch viel einfacher! Erfreulich ist dagegen, dass der FIDLEG-Entwurf – anders als MiFID II – von einem Verbot von Inducements bei der Vermögensverwaltung absieht. Das Retrozessionsregime basiert folglich auf dem liberalen Konzept von Art. 400 Abs. 1 OR und der Bundesgerichtspraxis, insbesondere BGE 138 III 755. Ungeachtet dessen ist davon auszugehen, dass auch aus anderen Gründen, etwa im Zusammenhang mit der Pflicht zur Auswahl der Produkte im Interesse der Anleger, eine retrozessionsbasierte Vermögensverwaltung ein Auslaufmodell sein wird bzw. bereits sein dürfte; Ähnliches gilt für entgeltliche, formalisierte Beratungsverträge.

**Luca Bianchi:** Im Zusammenhang mit den zusätzlich geplanten Verschärfungen im FIDLEG hinsichtlich Vertriebsentschädi-

gungen sind die «unabhängigen» Vermögensverwalter und Anlageberater, welche auch Finanzinstrumente vertreiben, de facto wohl am stärksten betroffen. Denn alle Finanzdienstleister dürfen unter dem FIDLEG Vorteile nur noch annehmen und einbehalten, wenn zum einen ein gültiger (und informierter) Verzicht vorliegt und zum andern – neu – der Finanzdienstleister weder sich selbst noch seine Finanzdienstleistung als unabhängig anpreist.

#### Wie sollte man sich als Vermögensverwalter angesichts des bevorstehenden Regulierungsschubs positionieren?

**Luca Bianchi:** Für Vermögensverwalter ohne das Ziel, eine Tätigkeit als Fondsleitung auszuüben, wird es unter dem FINIG folgende Szenarien geben:

- Einholung einer Bewilligung als (regulärer/einfacher) Vermögensverwalter
- Einholung einer Bewilligung als qualifizierter Vermögensverwalter (Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen oder von Vermögenswerten von schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen)
- Downgrading zum blossen Anlageberater (ohne Bewilligung und regulatorische, laufende Überwachung, allerdings mit Registereintrag und Einhaltung von Verhaltenspflichten nach FIDLEG).

Massgebend für die Wahl des regulatorischen Status werden die angestrebte Zielkundschaft und die Wachstumsambitionen des fraglichen Anbieters sein.

#### Welche Trends sind aufgrund der neuen Regulierung im Bereich Produktinnovation absehbar?

**Sandro Abegglen:** Das neue Level Playing Field für Fonds im Vergleich zu strukturierten Produkten und Direktanlagen – sowie die gegenüber Privatkunden anspruchsvollere Umsetzung von Anlagelösungen mit Einzelanlagen – dürften kosteneffizienten Fondsprodukten generell Unterstützung geben. Die verschärften

«Die strategische Ausrichtung betreffend den angestrebten regulatorischen Status stellt für viele Vermögensverwalter nicht nur eine Herausforderung, sondern auch eine grosse Chance dar.»

Luca Bianchi

Transparenz- und Suitability-Pflichten, die mit entsprechenden Beratungskosten am Point of Sale einhergehen werden, dürften dabei für die Wealth Management-Distributionskanäle «Top tier»-Produkte ohne Vertriebsentschädigungen begünstigen, nicht selten in Form von Index- bzw. indexorientierten Instrumenten, dies für einen Hauptteil eines Portfolios. Wirklich aktiv verwaltete (Spezial-)Fonds dürften dabei ebenfalls profitieren. Im Kundensegment grosser Pensionskassen und Versicherer werden neben Mandatslösungen sehr spezifische, massgefertigte Anlagepool-Strukturen auch dank des Komforts durch strengere Regulierung weiteren Auftrieb erhalten.

**Luca Bianchi:** Zunehmende Regulierungskosten und Margendruck verstärken bei niedrigen Volumen die Tendenz, anstelle kleinerer Fonds aktivverwaltete Zertifikate – sog. AMC's – zu lancieren. AMC's lassen sich schnell und kostengünstig emittieren und können unter Umständen eine Alternative zu einem regulierten, kleinvolumigen Fonds darstellen.



# WICHTIGE INVESTITION IN DEN FONDS- UND ASSET MANAGEMENT- PLATZ SCHWEIZ

DIANA IMBACH HAUMÜLLER

Mit dem geplanten Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und dem Finanzinstitutsgesetz (FINIG) soll der Kundenschutz im Finanzsektor gestärkt sowie die Verzerrungen im Wettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern von Finanzdienstleistungen und -produkten durch die Schaffung gleicher Wettbewerbsvoraussetzungen («Level Playing Field») verringert werden. Ferner sollen die neuen Vorschriften zur Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes beitragen. Die SFAMA unterstützt diese Zielsetzungen und begrüsst daher im Grundsatz auch die im Juni 2014 in die Vernehmlassung geschickten Vorentwürfe für ein FIDLEG und ein FINIG (Projekt FIDLEG/FINIG).

Um das Schweizer Asset Management langfristig zu stärken und wettbewerbsfähig zu halten, müssen Schweizer Anbieter auch am prognostizierten internationalen Wachstum der institutionellen Vermögenswerte teilhaben können. Dies ist nur möglich, wenn sie ihre Dienstleistungen und Pro-

dukte tatsächlich auch ins Ausland exportieren können. Eine Grundvoraussetzung dafür ist, dass sich das Schweizer Finanzmarktrecht im Einklang mit internationalen Regulierungsstandards befindet. Die Idee eines FIDLEG und eines FINIG trägt dazu bei, diese Zielsetzung zu erreichen. Dies ist insbesondere deshalb von Bedeutung, weil die Wachstumsprognosen für den schweizerischen Markt für institutionelles Asset Management im Vergleich zum globalen Markt, namentlich im Vorsorgebereich, für die nächsten Jahre gering ausfallen. Es ist somit davon auszugehen, dass künftig ein noch grösserer Anteil unserer Kunden aus dem Ausland stammen dürfte.

Vor dem Hintergrund, dass Schweizer Finanzdienstleistungen und Finanzprodukte zu einem wesentlichen Teil in die EU exportiert werden, ist die grundsätzliche Orientierung des FIDLEG an der EU-Regulierung unabdingbar. Neben der Äquivalenz, welche im internationalen Kontext zunehmend eine wichtige Vorausset-

zung für den Export von Finanzdienstleistungen und -produkten wird, spielen auch Praktikabilitätsüberlegungen eine zentrale Rolle. Klar ist jedoch, dass sichergestellt werden muss, dass die EU-Regulierung nur soweit als Richtschnur für die Finanzmarktregulierung in der Schweiz genommen wird, wie dies im Hinblick auf die Sicherstellung künftiger Exportmöglichkeiten von Finanzdienstleistungen und

«Es ist davon auszugehen, dass künftig ein noch grösserer Anteil unserer Kunden aus dem Ausland stammen dürfte.»

Diana Imbach Haumüller



---

**Dr. Diana Imbach Haumüller**

Senior Legal Counsel,  
SFAMA, Basel.

-produkten erforderlich ist. Eine diesbezügliche Notwendigkeit besteht beispielsweise in Bezug auf die Verhaltensregeln, teilweise bei den organisatorischen Massnahmen und auch im Bereich der prudenziellen Aufsicht. In anderen Bereichen wie namentlich bei der vorgeschlagenen Registrierung von Kundenberatern oder auch bei der Rechtsdurchsetzung ist jedoch die Äquivalenzthematik nicht relevant. In diesen Bereichen sollte daher nur mit grosser Zurückhaltung legiferiert werden.

Neue Regulierung führt in der Regel auch zu höheren Kosten, welche letztlich zu einer Verteuerung der Finanzdienstleistungen oder zu einer Reduktion des Angebots führen. Dies ist weder im Interesse der Kunden, noch des Schweizer Finanzplatzes insgesamt und führt insbesondere mit Blick auf das internationale Angebot zu einer Wettbewerbsverzerrung zu Lasten der Schweizer Anbieter. Vor diesem Hintergrund sollten Regelungen, welche über internationale Standards hinausgehen, nur dann implementiert werden, wenn sie sich aufgrund der spezifischen Gegebenheiten in der Schweiz aufdrängen. Die SFAMA hat daher trotz grundsätzlich positivem Fazit in ihrer Vernehmlassungsantwort vom 9. Oktober 2014 in verschiedenen Bereichen auch substantielle Verbesserungen der Vorlagen gefordert.

Mit dem FINIG sollen Finanzinstitute, die gewerbsmässig Vermögensverwaltung für Dritte betreiben, erstmals einer kohärenten Aufsicht unterstellt werden. Dies ist eine wichtige Neuerung, welche dem Schweizer Asset Management endlich auch die für dessen Stärkung auf internationaler Ebene erforderliche Visi-



bilität im Regulierungskontext gibt. Die vorgeschlagene Finanzmarktrechtarchitektur nach Regulierungsebenen ermöglicht eine systematisch konsistente und adäquate Regulierung und Aufsicht einzelner Tätigkeiten und Funktionen. Mit dem kaskadenartigen Aufbau der Bewilligungsstrukturen werden ferner einheitliche Grundlagen geschaffen und gleich-

zeitig Doppelspurigkeiten oder Lücken, welche heute im Bereich der Vermögensverwaltung bestehen, vermieden. Ferner werden mit dem vorgeschlagenen hierarchischen Aufbau und der beabsichtigten Kalibrierung sowohl die Aufsichtsintensität als auch die Regulierungsanforderungen an das Risikoprofil der einzelnen Bewilligungsträger angepasst. Schliesslich ist



die angedachte neue Finanzmarktarchitektur international bedeutend einfacher zu vermarkten.

Ob all dieser – aus der Perspektive des Schweizer Asset Managements – positiven Aspekte darf jedoch nicht unterschätzt werden, dass die vorgesehene Umgestaltung der bestehenden Gesetzeslandschaft kurzfristig zu nicht unbeachtlichen (Rechts-)Unsicherheiten und zusätzlichem Aufwand für die Beaufsichtigten und die Aufsichtsbehörde führen dürfte. Zusammenfassend kommen wir aber zum Schluss, dass es sich bei der vorgeschlagenen Umgestaltung der Finanzmarktarchitektur um eine Investition in den Schweizer Finanzplatz handelt, welche sich sowohl für die Schweizer Asset Management-Industrie als auch für den ganzen Finanzplatz mittel- bis längerfristig mehr als auszahlen wird.

Der Bundesrat hat am 13. März 2015 die Vernehmlassungsergebnisse zum Projekt FIDLEG/FINIG zur Kenntnis genommen und das Eidgenössische Finanzdepartement damit beauftragt, bis Ende 2015 eine Botschaft auszuarbeiten. Im Rahmen dieses Auftrags traf der Bundesrat auch verschiedene Richtungsentscheide. So soll u.a. sowohl auf die vorgeschlagene Beweislastumkehrregelung als auch auf den Prozesskostenfonds und das Schiedsgericht verzichtet werden. Auch das Kundenberaterregister soll grundlegend überarbeitet und mit dem Register für ausländische Finanzdienstleister zusammengeführt werden. Die SFAMA begrüsst im Wesentlichen die vom Bundesrat definierten Anpassungen, entsprechen sie doch weitgehend den Forderungen, welche wir in unserer Vernehmlassungsantwort gestellt hatten. Zentral wird jedoch sein, inwiefern bei der konkreten Ausarbeitung der Botschaft zum Projekt FIDLEG/FINIG die Chancen, welche sich für den Schweizer Finanzplatz ergeben, genutzt werden.

# DAS INTERESSE GROSS, DIE DEBATTEN KONTROVERS

RAOUL WÜRLER

Das Eidg. Finanzdepartement (EFD) hat den Finanzplatz im Sommer 2014 auf Trab gehalten; zu Beginn der erhofften Pause hat es den Entwurf des Finanzdienstleistungs- und des Finanzinstitutsgesetzes zur Vernehmlassung veröffentlicht. Wenn das EFD mit diesem Zeitplan hoffte, nicht allzu viele Stellungnahmen auswerten zu müssen, so hat es weit gefehlt: Etwa 150 Interessenten haben sich zum Projekt geäußert und den Entwurf kommentiert. Entsprechend ist der Vernehmlassungsbericht mit etwas mehr als sechzig Seiten nicht eben schlank; ein Abbild davon, wie kontrovers die Vorlage betrachtet wird. Zudem: Es gibt Ratsmitglieder, die bereits heute von «Rückweisen» sprechen, während andere sicher schon Verbesserungsvorschläge bereit halten.

Ausländische Finanzinstitute sehen das Projekt als Gelegenheit, den Schweizer Finanzplatz im internationalen Wettbewerb als transparent, vertrauenswürdig und wettbewerbsstark zu positionieren.

Dazu bedarf es jedoch gewisser Anpassungen. So hat die Bundesverwaltung bereits richtig entschieden, indem sie die Vorschläge aus dem Zivil- und Verfahrensrecht aus der Vorlage entfernt und vorschlägt, diese im Zivilrecht zu regeln – das macht Sinn, denn sowohl Beweislastumkehr wie auch Vorfinanzierung von Verfahren sind keine Besonderheiten für den Finanzsektor, sondern Angelegenheiten des Verfahrensrechts.

Die Auslandsbanken begrüßen die Tatsache, dass zwei spezifische Punkte vertieft diskutiert werden, einerseits die prudenzielle Aufsicht über die Vermögensverwalter und andererseits die Ausbildung und Zertifizierung der Berater. Bereits 2010 und erneut 2012 erwähnt die FINMA in ihren Vertriebsberichten die Tatsache, dass in der Schweiz – im Gegensatz zu den meisten anderen internationalen Finanzplätzen – bestimmte Intermediäre ihre Dienstleistungen ohne prudenzielle Genehmigung oder Aufsicht er-





**Raoul Würzler**

stellvertretender Geschäftsführer, Verband der Auslandsbanken in der Schweiz, Zürich.

bringen können. Die FINMA hält in den Berichten auch fest, dass eben genau der Verkaufspunkt – also der Kontaktpunkt zwischen Dienstleister und Anleger – der heikle Punkt bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen sei. Und interessanterweise ist ebengenau dieser Punkt in der Schweiz – einem der international wichtigsten Finanzplätze – nicht geregelt. Das soll sich mit dem Gesetz ändern. Die Neuerung bringt Vorteile sowohl für die Finanzintermediäre, die sich mit einem international anerkannten – weil durch eine staatliche Behörde kontrollierten – Status auszeichnen können, womit im Rahmen der internationalen Konkurrenz vergleichbare Voraussetzungen gegeben wären. Sie bringt auch Vorteile für die Kun-

den, die sich zwischen den verschiedenen Dienstleistern einfacher orientieren und leicht feststellen, welcher Dienstleister über Kompetenz für welche Dienstleistungen verfügt.

#### **Kontrollierte Selbstregulierung – neues Aufsichtsmodell in Frankreich**

Selbstverständlich bringt die Ausdehnung der Aufsicht auch zusätzliche Aufgaben und Verantwortung für die FINMA, die damit nicht nur glücklich zu sein scheint. Um dieses Problem zu lösen, können wir ja für einmal zu unseren Nachbarn schauen: In Frankreich hat die staatliche Behörde ihre Aufsichtsaufgabe an privatrechtliche Vereine delegiert. Es gibt eine derartige Institution sowohl für Berater als auch für

Verwalter; wer eine dieser Tätigkeiten ausüben will muss sich dem jeweiligen Verein anschliessen. Dieser bestimmt die Mindeststandards und kontrolliert deren Einhaltung, er interveniert bei Zuwiderhandlungen und übergibt die Enforcement-Verfahren an die staatliche Behörde. Das Modell ist nicht weit vom schweizerischen Rahmen der Selbstregulierungsorganisationen entfernt, mit dem Unterschied, dass eine staatliche Behörde die Anerkennung an der Spitze gewährleistet.

Der zweite interessante Diskussionspunkt im Gesetzesentwurf betrifft die Definition von Mindestanforderungen an die Kundenberater. Auch hier ist die Schweiz gegenüber ihren Konkurrenten ins Hinter-



treffen geraten, was auch zahlreiche Initiativen aus der Industrie beweisen. Diese zeigen nämlich auf, dass der Markt vom Kundenberater den Nachweis von Ausbildung und Fachkenntnis je länger je dringender verlangt. Die FINMA hatte das in ihren Vertriebsberichten verstanden, als sie festhielt, dass das einzige Glied der Wertschöpfungskette, das keiner Aufsicht unterstehe, das sensibelste sei, nämlich der Kontaktpunkt zwischen Profi und Laie – Finanzdienstleister und Anleger. Das ist nun auch in der Schweiz im Begriffe der Änderung: Das Gesetzesprojekt enthielt zwar keinen Vorschlag, aber die Industrie hat selbst weiter am Thema gearbeitet und es bestehen nun verschiedene Programme für die Ausbildung und Zertifizierung der Kundenberater – vorerst im Bereich der internationalen privaten Vermögensverwaltung, mittelfristig aber wohl auch in anderen. Fehlen tut im Moment noch die Anerkennung eines gemeinsa-

«Der Markt verlangt von Kundenberatern je länger desto dringlicher qualifizierte Ausbildungs- und Fachnachweise.»

Raoul Würzler

men Standards und dessen staatliche Anerkennung.

Mit diesen und ein paar wenigen weiteren Massnahmen kann der Schweizer Gesetzgeber Regeln definieren, die die Erbringung von Finanzdienstleistungen international kompatibel machen. Das will nicht heis-

sen, dass Banken in der Schweiz damit den ersehnten Marktzugang in die EU erhalten. Aber es bedeutet auf der einen Seite, dass eine ausländische Aufsichtsbehörde die Dienstleistung aus der Schweiz einfacher als Äquivalent anerkennen kann und dass sich die Kunden aus dem Ausland hierzulande in einem ihnen bekannten regulatorischen Umfeld wiederfinden. Aus dieser Position wird es dann für den internationalen Finanzplatz Schweiz möglich, seine Stärken auszuspielen; viele Dienstleistungen wie zum Beispiel die Kontoführung in mehreren Währungen, sind nirgendwo auf der Welt so leicht erhältlich und funktionieren so zuverlässig wie bei uns. Die Internationalität, die Flexibilität, die Dienstleistungsorientierung und die Zuverlässigkeit sind Charakterzüge, die auch in einem Umfeld des automatischen Informationsaustauschs wichtig sind und für Kunden – private wie institutionelle – den Ausschlag bei der Wahl ihres Buchungszentrums geben können.

# VOR LAUTER BÄUMEN DEN WALD NICHT MEHR SEHEN

THOMAS HUBER

Politiker und Aufsichtsbehörden scheuten wahrlich keinen Aufwand, die vergangene grosse Krise aus den Jahren 2007/08 aufzuarbeiten und entsprechende Sicherungsmassnahmen zu errichten. Nun wollen diese Regulationsprojekte in der Schweiz in einer Finanzmarktrechtarchitektur neu geordnet sein. Was bleibt und was bedeutet dies? Eine etwas distanziertere Betrachtung.

Die Anpassung der rechtlichen Rahmenbedingungen der vergangenen Jahre betraf im Wesentlichen Produzenten und Produkte, aber auch Asset Manager KAG, und wurde in den bestehenden Gesetzen verankert. Der Anspruch der einheitlichen Ausgestaltung der Regularien für den gesamten Finanzmarkt (Level Playing Field) unter Berücksichtigung sachlicher Gesichtspunkte wie Komplexität der Produkte, Schutzbedürftigkeit der Kunden (MiFID), führte näher an die Kundenbasis (Lehren aus Lehman, Madoff). Verstärkt wurde dies durch die Absicht, die bisher nicht beaufsichtigten gewerbsmässigen Vermögensverwalter für Dritte der Aufsicht zu unterstellen. Der Anspruch

an diese Ausweitung drängte unweigerlich die Frage nach deren gesetzlicher Abbildung auf. Das Resultat ist die neue Schweizer Finanzmarktrechtarchitektur, auch als «Kleeblattreform» bekannt, welche gesetzliche Regelungen nach Themen gliedert und damit versucht, dem regulatorischen Wildwuchs Herr zu werden.

## **Konkretisierungsproblem: Gefahr eines Flickwerks**

Der auf den ersten Blick ansprechende und sinnvolle Ansatz der inhaltlichen Gliederung der Gesetzesvorlagen kam jedoch in der Vernehmlassung unter Druck. Grosse Zweifel bezüglich Rechtsunsicherheiten bei einer möglichen Überführung alter Regelung in die neue Architektur werden wohl dazu führen, dass Säulen der alten Gesetzgebung (u.a. etwa das Bankengesetz) trotz anerkannten Unzulänglichkeiten in der alten Regelung nicht in die neue Architektur überführt werden. Die Gefahr gegensätzlicher oder unklarer Regelung sei für eine Überführung zu gross, lassen sich Rechtsexponenten in der Öffentlichkeit vernehmen. Die Gefahr eines Flickwerks respektive einer schwer ver-

ständlichen Gesetzesregelung (Mehrfachregelung) drängt sich auf.

Die neue Finanzmarktrechtarchitektur ist gefordert, Altes mit Neuem in intelligenter Form zu verbinden. Ein nicht ganz einfaches Unterfangen. Die Gefahr besteht, dass inhaltliche Fragestellungen in den Hintergrund rücken, zugunsten von Formellem. Es darf nicht vergessen werden, was materiell hinter diesen Vorlagen steht, nämlich: Verbesserung von Schutz der Anleger, Funktionsschutz und Marktzugang EU. Eine Rückbesinnung auf das Wesentliche täte gut. Allgemein betrachtet darf der Erfolg der Schweiz sowie des Finanzplatzes auf Werte wie Verlässlichkeit, Berechenbarkeit, politische und soziale Stabilität sowie einer kompetitiven Dienstleistungskultur zurückgeführt werden. Die Herausbildung dieser Werte war geprägt durch Augenmass in Öffentlichkeit, Politik, Regierung und Aufsicht. Werte, welche auf der Basis von Selbstbestimmung und Selbstverantwortung entwickelt, verankert und gelebt wurden. Dies betrifft sowohl das Verhalten von Anlegern wie auch von Dienstleistern.



**Fiduziarisch ja, aber auch eigenverantwortlich!**

Der beste Anlegerschutz ist das Bewusstsein, dass es sich um eigenes Vermögen und eigene Entscheidungen handelt. Investitionen erfolgen eigenverantwortlich oder unter Beizug von Spezialisten. In jedem Fall bleibt der Anleger für Entscheidungen seines Vermögens verantwortlich. Einem mündigen Anleger kann zugemutet werden, dass er für sich selber entscheidet und keine rechtliche Bevormundung benötigt. Es ist unsinnig, die Wahrnehmung dieser Verantwortung durch gesetzliche Vorschriften ablösen zu wollen (MiFID, FIDLEG). Absurderweise führt dies zu einem Mehr an Regulation und Kosten sowie in der Folge zur Ausdünnung der Anbieter im Markt: Im Kreislauf schlechter Regulierung eine markante Schlechterstellung der Anleger.

Ein Haupttreiber der Gesetzesänderungen ist der Marktzugang zur EU. Ein langjähriges Anliegen der Finanzindustrie, nicht der Anleger. Der Anspruch der EU, für einen Marktzugang «gleichwertige» Regeln zu verlangen, führt zur direkten Übernahme der EU-Rechtsgrundlagen. Diese sind – zum Leid der Schweiz – nicht geprägt durch Selbstbestimmung und Selbstverantwortung. Ganz im Gegenteil: der wirksame Anlegerschutz der EU ist ein administratives Monster, welches einen enormen Aufwand zur Abarbeitung bedingt. Dieser enorme Aufwand sowie die Furcht der Anbieter vor Rechtsrisiken haben – so hört man in Deutschland – zur Reduktion von Kundenberatungen in der Grössenordnung von 50–70% geführt.

Dies als Anlegerschutz verstehen zu wollen, wäre zynisch. Die Bankbranche unterstützt die vorgesehenen Regelungen «gleiche Rechte und Pflichten für alle Finanzdienstleister» (FINIG) und somit die Unterstellung der unabhängigen Finanzdienstleister unter eine wirksame Aufsicht, um den Funktions-

«Die neue Schweizer Finanzmarktrechtarchitektur als «Kleeblattreform» versucht dem regulatorischen Wildwuchs Herr zu werden.»

Thomas Huber

schutz des Finanzplatzes zu sichern. «Nur so könne im Interesse der Kunden ein gewisses Qualitätsniveau für den gesamten Finanzplatz gewährleistet werden. Ohne einheitliche Kontrollinstanz drohen dem Finanzplatz und seiner Reputation weitreichende negative Folgen», lässt sich ein Vertreter einer schweizerischen Grossbank vernehmen. Die Frage, wer bisher die Reputation der Finanzindustrie ramponierte, regulierte oder nicht-regulierte Marktteilnehmer, drängt sich auf. In diesem Kontext gilt es weiter festzuhalten, dass einhellig erkannt wird, dass die bisher umgesetzten Lösungen bezüglich der Reduzierung von Systemrisiken («too big to fail») – immerhin Auslöser der letzten Finanzkrise – noch nicht zufriedenstellend seien. Was bleibt und was bedeutet dies? Nach der Krise ist vor der Krise. Im Vergleich zu 2008 verfügen wir sicherlich über:

- mehr Regulation und mehr regulierte Gesellschaften
- ein höheres Kostenniveau zur Abwicklung des gleichen Geschäfts
- höhere Gebühren für Kunden
- weniger Wettbewerber und damit weniger Auswahl für Kunden
- höhere Volatilität im Finanzsystem

Leider haben sich kurz nach der Krise 2008 befürchtete Aussagen bewahrheitet: Wir haben mehr, aber nicht intelligentere Re-

gulierung. Oder wer sieht vor lauter Bäumen noch den Wald?

**Marktverzerrungen – kaum im Interesse der Anleger**

Den Grund sehe ich in der unsäglichen Ausweitung des umfassenden Vorsorgestaates. Politik, Regierung und Aufsicht erklären – getrieben vom Erreichen internationaler Anerkennung im Gleichgewichtswettbewerb – den Anleger zum Schutzobjekt und erlassen Gesetz um Gesetz, um ihn zu «schützen». Die Folge sind die Ausdünnung der Dienstleistungsanbieter sowie die Erhöhung von Eintrittshürden in den Finanzmarkt. Der so «geschützte» Anleger sieht sich einer risikoaversen Finanzindustrie gegenüber, welche bei dieser überquellenden Gesetzesflut den Kunden eher als Quelle des eigenen Risikos sieht. Der systemische Ansatz der Regulation ist falsch. Anstatt dies anzugehen, werden die Unzulänglichkeiten in der Regulation mit immer neuen Gesetzesvorlagen – ich streite den guten Willen nicht ab – noch verschärft. Wie soll sich hier ein Anleger noch zurechtfinden? Das Bemühen, Anleger besser zu schützen, erinnert mich an Sisyphos. Mit viel Enthusiasmus – leider ohne Erfolg!

Intelligente Regulation hätte sichergestellt, dass die Interessenkonflikte (Ansatz «Alles aus einer Hand»: Kundenbetreuung, Kundenberatung, Vermögensverwaltung, Finanzierung, Produktentwicklung, Produktvertrieb, Analyse und Research, Handel, Aufbewahrung) im Finanzmarkt eliminiert worden wären und der Anleger einen echten Ambassador zur Verfügung hätte, welcher ausschliesslich die Interessen der Anleger – ohne inhärente Interessenkonflikte – vertreten würde (alignment of interest). Der Gesetzgeber ist denkbar ungeeignet, diese Rolle zu übernehmen.

Gewinner dieser Regulationsbemühungen sind deren Verursacher. Grosse Finanzinstitute konnten dank ihrer Grösse die Kos-





### Thomas Huber

Verwaltungsratspräsident der  
PMG Fondsleitung AG, Zürich.

ten der Regulation besser absorbieren und so Marktanteile gewinnen. Finanzinstitute, welche sich regelmässig in der Öffentlichkeit für ihre Verfehlungen erklären müssen. Finanzinstitute, welche unverändert mit dem Attribut des «Vertrauens» werben. Unliebsame Konkurrenten wie die alternative Investment-Industrie oder die unabhängigen Vermögensverwalter werden im Zuge der aktuellen Regulierung - aufgrund der Kosten der Regulierung - zurückgebunden und marginalisiert.

### Anleger bezahlen den Preis

Nur für den Kunden und Anleger hat sich nichts geändert. Sie bezahlen, auch weiterhin. Unter dem Attribut des Anlegerschutzes wird die Finanzindustrie in absurder Weise überreguliert. Der Anleger wird bevormundet und ist der Finanzindustrie - mangels Ausweichmöglichkeiten - ausgeliefert. Ein erstaunliches Ergebnis dieser Regulierungs-Interventionen. Man wird den Eindruck nicht los, dass ein falscher Ansatz der Regulierung - Bevormundung anstelle von Selbstverantwortung - sowie klare Interessenpolitik zu einer Bereinigung der Marktanbieter genutzt wird. Aus Sicht des Anlegers hinterlässt dies alles einen schalen Nachgeschmack.

Und es gibt sie dennoch, die Unternehmen, welche im Finanzbereich in gut schweizerischer Manier, verlässlich, berechenbar, im Interesse ihrer Anleger, tagtäglich gute Dienstleistungen erbringen und zu politischer und sozialer Stabilität in der Schweiz beitragen. Dies trotz der Regulierungsfesseln. Rein aus unternehmerischem Eigeninteresse und frei von Interessenkonflikten. Mögen die Anleger die richtige Wahl treffen.

