

Transparenz bei Finanzprodukten und Risikoaufklärung

Sandro Abegglen

Europa Institut an der Universität Zürich
Vermögensverwaltung II
Tagung vom 25. September 2008

Agenda

- Einleitung
- Arten der „Point of Sale“-Transparenz
- Informationspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG als Minimalstandard
- Warn- (Abmahnungs-) und evtl. Beratungspflicht
- Umfassende Beratungspflichten beim echten Beratungsvertrag und bei Vermögensverwaltung
- Transparenz bei strukturierten Produkten
- Transparenz bei Anlagefonds
- Würdigung

Einleitung

- Zur Aktualität des Themas
- Nicht Gegenstand des Referats:
 - Voraussetzungen einer Schadensersatzpflicht bei Verletzung der Informationspflicht, hypothetische Kausalität, Verschulden, Schaden → letztjährige Veranstaltung, Beitrag H.P. Walter, ZSR 127 (2008) I
 - Standards nach MiFID
 - Detaillierte Darstellung der KAG-Anforderungen an Fondsverträge und -Prospekte

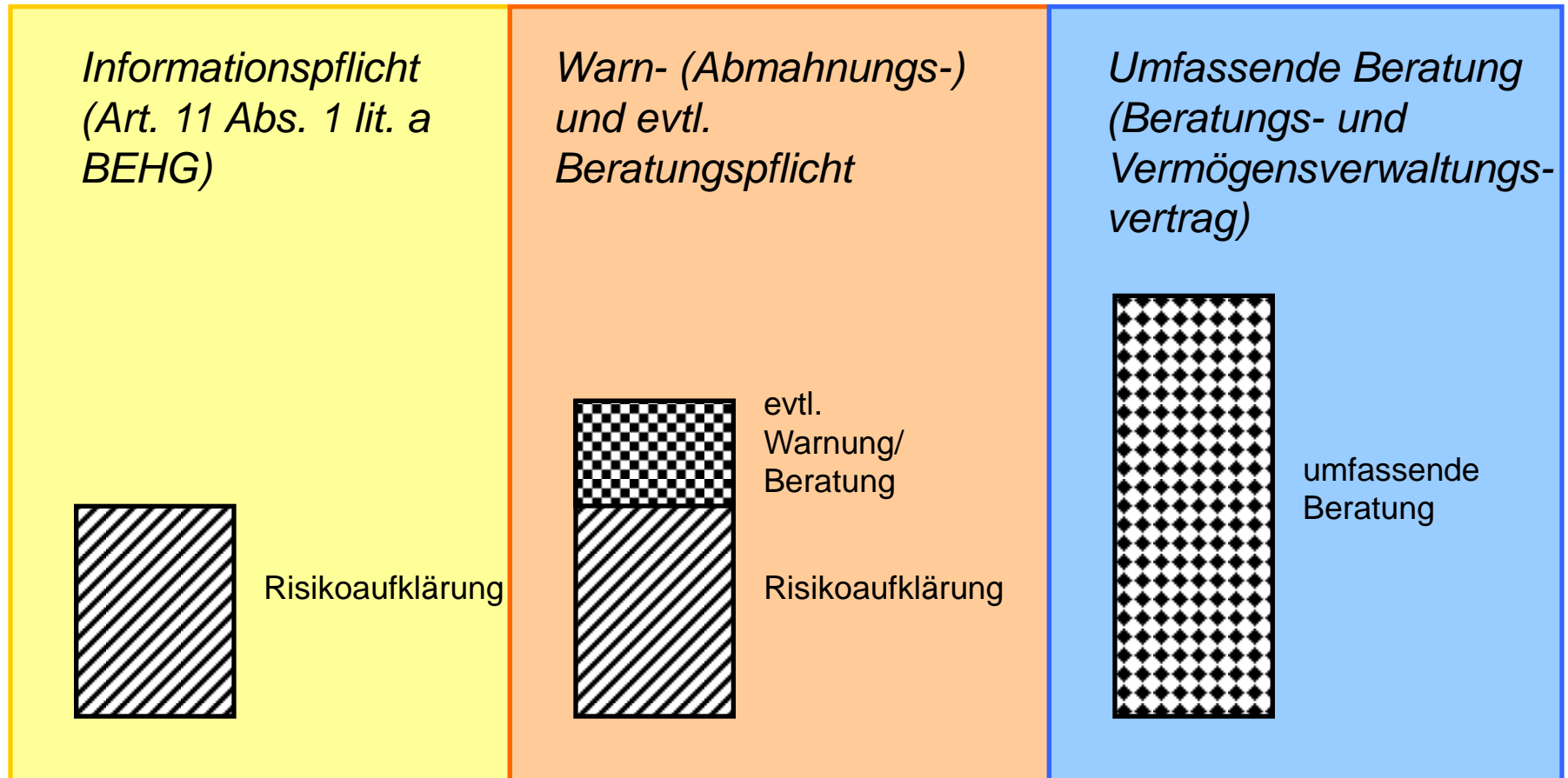
Arten der „Point of Sale“ - Transparenz (1)

Informationspflicht gestützt auf Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG

Vertragliche / quasi-vertragliche Warnpflicht (Abmahnung) und evtl. Beratungspflicht im Sinne einer - ausserhalb expliziter Beratungsverträge und Vermögensverwaltungsverhältnissen nur ausnahmsweise gegebenen - Pflicht zur generellen Interessenwahrung (gemäss Rechtsprechung BGer)

Beratung beim eigentlichen Beratungs- und Vermögensverwaltungsvertrag

Arten der „Point of Sale“ - Transparenz (2)



Informationspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG als Minimalstandard (1)

- Art. 11 BEHG, Abs. 1 lit. a.

„Der Effekthändler hat gegenüber seinen Kunden:


eine Informationspflicht; er weist sie insbesondere
auf die mit einer bestimmten Geschäftsart
verbundenen Risiken hin;“

[...]

Informationspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG als Minimalstandard (2)

- Doppelnorm (Privat- und Aufsichtsrecht), welche die von Praxis und Lehre über Jahrzehnte entwickelte Praxis zu den Aufklärungspflichten kodifizierte
- Zwingendes Recht, nicht wegbedingbar, aber ihr Inhalt kann bei erfahrenen Kunden gegen Null tendieren oder Null sein
- Gegenstand der börsenrechtlichen Risikoaufklärung
 - die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken
 - nicht das einzelne Geschäft, resp. das Risiko einer konkreten Effektenhandelstransaktion
- Standardisierte, schriftliche Information (z.B. Risikobroschüre der SBVg "Besondere Risiken im Effektenhandel" [„BEREFF“]) zulässig, wenn
 - „Umfang und Inhalt der Information ... sich nach Kunden mit einem objektiv tiefen Erfahrungs- und Kenntnisgrad ... richten.“ (BGE 133 III 97, Erw. 5.3)
 - Information muss in allgemein verständlicher Form und für alle Kunden gleich erfolgen (SBVg-RL Art. 3 Abs. 4)

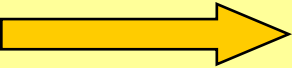
Informationspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG als Minimalstandard (3)

- Bei standardisierter Aufklärung ist vom unerfahrenen Kunden auszugehen
 „Überinformation“ des sachkundigen Anlegers“; schadet nicht
- Bei nicht-standardisierter, individueller Aufklärung kann die Aufklärung je nach erkennbarer Aufklärungsbedürftigkeit abgestuft werden
- Kriterien
 - beruflicher Hintergrund
 - Ausbildung
 - Fachwissen, Erfahrung
 - Vermögenslage (v.a. in Zusammenhang mit Erfahrung)
- Implikationen
 - Gemäss Art. 3 Abs. 4 SBVgVR sind bei der individualisierten Aufklärung der Grad der Geschäftserfahrenheit und die fachlichen Kenntnisse des einzelnen Kunden mit der nach den Umständen zumutbaren Sorgfalt festzustellen und der Information zugrunde zu legen.
 - Der Umfang der Informationspflicht erfolgt individualisiert aufgrund des individuell unterschiedlichen Erfahrungsgrades des Kunden. Daraus folgt, dass keine Informationspflicht bei Transaktionen mit professionellen Gegenparteien besteht.
- Abstufung der Informationspflicht bleibt indessen potentiell riskant (und erscheint unnötig)

Informationspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG als Minimalstandard (4)

- BEREFF
 - 2008 überarbeitet
 - generell sehr hohe Qualität; sehr klar strukturierte und detaillierte Darstellung der „besonderen“ Risiken im Effektenhandel
 - neu u.a. auch - und sehr gut - Risiken von strukturierten Produkten, alternativen Anlagen (Hedge Funds, Immobilien, Commodities, Private Equity) und Anlagen in Emerging Markets
 - Gemäss Rz. 11 ist über „übliche“ Risiken nicht zu informieren - Grundlage?
 - Praktische Auswirkung wohl gering, da BEREFF Rz. 12-16 diese üblichen Risiken darstellt: Bonitätsrisiko, Länderrisiko, Erfüllungsrisiko, Risiko bei (Dritt-) Verwahrung von Finanzinstrumenten
 - Bemerkenswert Rz. 17, wonach über Risiken von Finanzinstrumenten in alternative Anlagen oder Emerging Markets Anlage gemäss BEHG nicht (!) aufzuklären sei - aber irrelevant, da diese Risiken - u.a. ein Hauptpunkt der Revision - sehr ausführlich und deutlich in separaten Kapitel erklärt werden

Informationspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG als Minimalstandard (5)

- Anders als unter Art. 19 MiFID gestützt auf Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG
 - keine Erkundigungspflicht
 - kein Eignungstest
 - kein Angemessenheitstest
-  Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG entspricht nicht Standard von Art. 19 MiFID
- Vom BGer in 133 III 97 Erw. 5.4 in fine aufgeworfen und in Erw. 6 zu Recht verneint
- MiFID vergleichbare Standards bestehen dagegen gestützt auf vertragliche bzw. quasi-vertragliche Informationspflicht, wo anwendbar

Warn- (Abmahnungs-) und evtl. Beratungspflicht (1)

- Grundsatz: Keine Pflicht zur generellen Interessenwahrung ausserhalb von Vermögensverwaltung (und eigentlichen Beratungsverträgen)
- 3 Ausnahmen (BGE 133 III 97, Erw. 7.1.2):
 - Kunde verlangt Auskünfte oder (akzidentielle) Beratung im Zusammenhang mit einer geplanten Transaktion; oder
 - Bank erkennt oder hätte bei pflichtgemässer Aufmerksamkeit erkennen müssen, dass der Kunde eine bestimmte mit der Anlage [sic! nicht Anlageart!] verbundene Gefahr nicht erkannt hat (BGE 133 III 97, Erw. 7.1.2 und 4C. 45/2001, Erw. 4.a.). Früher: „[...] ohne weiteres ersichtlich, dass der Kunde von den Risiken keine Ahnung hat, [...]“ (119 II 333, Erw. 5.a); oder
 - Besonderes Vertrauensverhältnis aufgrund andauernder Geschäftsbeziehung - z.B. (BGE 133 III 97, Erw. 7.2) 2 ½ jährige Beziehung mit intensivem telefonischem Kontakt

Warn- (Abmahnungs-) und evtl. Beratungspflicht (2)

- Beispiele für Ausnahmen

- BGE 133 III 97, Erw. 7.2:

- „Im vorliegenden Fall dauerte die Vertragsbeziehung rund zweieinhalb Jahre [...]. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Beklagte den Kläger nicht nur betreffend der mit den Aktienspekulationen verbundenen Risiken aufklären musste, sondern darüber hinaus grundsätzlich eine Pflicht zur Abmahnung des Klägers bestand.“

Warn- (Abmahnungs-) und evtl. Beratungspflicht (3)

- Bundesgerichtsurteil 4C.45/2001:

„En sa qualité d'opticien, il n'avait aucune expérience professionnelle en matière d'investissements, d'options et de spéculation, n'ayant pratiqué que des opérations de change simples, sans effet de levier.“ (Erw. 3.c)

„Il est vrai que la jurisprudence admet que le client inexpérimenté doit être clairement renseigné sur les risques de perte ou le faible espoir de gain dans des affaires à option hautement spéculatives.“ (Erw. 4.a)

Warn- (Abmahnungs-) und evtl. Beratungspflicht (4)

- BGE 119 II 333, Erw. 5.a:

„Führt die Bank hingegen nur punktuell Geschäfte für den Auftraggeber aus, ist sie nicht zu einer generellen Interessenwahrung verpflichtet und muss ihn deshalb in der Regel nur auf Verlangen aufklären. [...] Ist ohne weiteres ersichtlich, dass der Kunde von den Risiken keine Ahnung hat, muss ihn die Bank darauf hinweisen.“

Warn- (Abmahnungs-) und evtl. Beratungspflicht (5)

- Risikoaufklärung über das konkrete Geschäft
- Beinhaltet gemäss BGer Warnung (Abmahnung) und evtl. Beratung, wobei beide Ausdrücke immer paarweise verwendet werden
- Pflicht nicht per se identischer Standard wie bei Suitability-Prüfung gemäss MiFID 19 Abs. 4, wo geprüft werden muss, ob die Transaktion den Zielen (!) und finanziellen Verhältnissen des Kunden entspricht und er die Risiken versteht (nota: MiFID 19 Abs. 4 gilt beim Erbringen von Anlageberatung und Vermögensverwaltung)

Warn- (Abmahnungs-) und evtl. Beratungspflicht (6)

- Anforderungen an Aufklärungspflicht sind höher, wenn mit von der Bank gewährten Krediten spekuliert wird (BGE 133 III 97, BGE 119 II 333). Was unter erhöhten Aufklärungspflichten zu verstehen ist, hat Gericht bisher nicht geklärt
- Mit Bezug auf einen externen Vermögensverwalter, der über eine sehr weit gehende Vollmacht verfügte, hat das Bundesgericht entschieden, dass die Depotbank nicht verpflichtet ist, den Kunden auf die hohen Risiken, die dieser einging, aufmerksam zu machen und es verlangte auch nicht, dass die Depotbank die vom Verwalter in Auftrag gegebenen Geschäfte vom Kunden genehmigen lässt (4C. 366/2004, Erw. 3.1)
- Immer gilt:
Bezüglich einer Person bekannten Risiken besteht keine Informations- oder Abmahnungspflicht (BGE 133 III 97, Erw. 7.1.1)
- Aufklärungspflicht ist naturgemäss individuell zu erfüllen

Warn- (Abmahnungs-) und evtl. Beratungspflicht (7)

- Beispiel Inhalt der Warnung/Abmahnung und Beratung
 - BGE 133 III 97, Erw. 7.2:
„Die Beklagte ist den ihr obliegenden Pflichten indessen in ausreichendem Masse nachgekommen. [...], dass A. den Kläger [...] bewog, die damals erzielten Gewinne zu realisieren und abzusichern, [...]. [...], dass A. den Kläger mehrfach zur Vorsicht gemahnt hat. [...] Aus diesen Feststellungen der Vorinstanz ergibt sich, dass der Kläger von der Beklagten im Sinne einer Abmahnung auf die Risiken der von ihm gewählten Anlage des Geldes [...] aufmerksam gemacht worden ist, [...].“

Umfassende Beratungspflichten beim echten Beratungsvertrag und bei Vermögensverwaltung (1)

- Hier ist Beratung vertraglich geschuldete Hauptleistungspflicht
- Beratungsinhalt und -umfang hängen vom konkreten Beratungsvertrag ab, wobei - ausser bei sachkundigen Anlegern - das Minimum von Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG nicht unterschritten werden darf (im Effektengeschäft); kann von punktuellen Kaufempfehlungen bis umfassende Beratung und Überwachung des Portfolios gehen → schriftlich Umfang festhalten!
- Beratungsinhalt bei diskretionärer Vermögensverwaltung grundsätzlich gleich wie bei sehr umfassenden Beratungsverträgen

Umfassende Beratungspflichten beim echten Beratungsvertrag und bei Vermögensverwaltung (2)

- Zudem Informationspflichten - vgl. etwa Entwurf EBK RS „Eckwerte Vermögensverwaltung“ Rz. 23-25:
 - (23) Der Vermögensverwalter weist seine Kunden auf die Verhaltensregeln der Branchenorganisation hin, deren Mitglied er ist.
 - (24) Der Vermögensverwalter informiert seine Kunden auf angemessene Weise über die Risiken der gewählten Anlagepolitik sowie der zu ihrer Umsetzung auszuführenden Geschäftsarten. Diese Information kann auch standardisiert erfolgen.
 - (25) Der Vermögensverwalter informiert seine Kunden über Wechsel im Personal, in der Organisation oder in den Beteiligungsverhältnissen, soweit sie die Kunden unmittelbar betreffen.

Umfassende Beratungspflichten beim echten Beratungsvertrag und bei Vermögensverwaltung (3)

- **Beispiel Inhalt der Beratung**

- Bundesgerichtsentscheid vom 13.6.2008, 4C. 68/2007,
Erw. 7.1

“Einen Anlageberater oder Anlagevermittler, der im Hinblick auf die Vermögensverwaltung oder in deren Rahmen tätig wird, treffen neben der Aufklärungspflicht auch Beratungs- und Warnpflichten, deren gemeinsame Wurzel in der auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht liegt. Der Kunde ist hinsichtlich der Risiken der beabsichtigten Investitionen aufzuklären, nach Bedarf in Bezug auf die einzelnen Anlagemöglichkeiten sachgerecht zu beraten und vor übereilten Entschlüssen zu warnen, [...].“

Transparenz bei strukturierten Produkten (1)

- Anforderungen an den vereinfachten Prospekt gemäss Art. 5 Abs. 2 KAG:
 - Er beschreibt gemäss einem genormten Schema die Eckdaten des Produkts, dessen Gewinn- und Verlustaussichten, sowie die bedeutenden Risiken für Anleger
 - Er ist für Durchschnittsanleger leicht verständlich

Transparenz bei strukturierten Produkten (2)

- Konkretisierung durch RL der Schweizerischen Bankiervereinigung über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten.
- Informationspflicht: Der „vereinfachte Prospekt“ bzw. das „genormte Schema“ umfasst (neben vielen weiteren Punkten) mindestens folgende Informationen
 - Emittentenrisiko - Werthaltigkeit des Instruments hängt auch von Bonität des Emittenten ab
 - Angabe, ob Emittent einer prudentiellen Regulierung untersteht oder nicht, mit Angabe der Aufsichtsbehörde
 - Produktspezifische Risiken - Risiken, die sich aus dem Structuring/Formula des Produkts ergeben

Transparenz bei strukturierten Produkten (3)

- SBVg-RL verlangt dagegen nicht explizit Information über Risiken des Underlyings; gemäss Ziff. lit. e) reicht „Beschreibung“ des Basiswerts aus
- Falls Underlyings Instrumente sind, deren Risiken nicht gemäss der SBVg Broschüre Besondere Risiken Effektenhandel (Rz. 11) als bekannt vorausgesetzt werden können - muss darüber im vereinfachten Prospekt Aufschluss erteilt werden?
 - Art. 5 Abs. 2 lit. a und b KAG:
 - „Der vereinfachte Prospekt muss folgende Anforderungen erfüllen:
 - a. Er beschreibt gemäss einem genormten Schema die wesentlichen Merkmale des strukturierten Produkts (Eckdaten), dessen Gewinn- und Verlustaussichten, sowie die bedeutenden Risiken für die Anlegerinnen und Anleger.
 - b. Er ist für die Durchschnittsanlegerin und den Durchschnittsanleger leicht verständlich.“
- Risiken der Underlyings können u.U. bedeutende Risiken sein. Fehlende Offenlegung schadet aber nicht, wenn es sich um Underlyings i.S. von Anlagen mit üblichen Risiken handelt oder - was immer der Fall sein sollte - dem Kunden am „Point of Sale“ die SBVg Broschüre Besondere Risiken Effektenhandel ausgehändigt wird - diese beschreibt betreffende Risiken sehr detailliert und klar.

Transparenz bei strukturierten Produkten (4)

- Nota:
 - Da Standard des vereinfachten Prospekts auf den Durchschnittsanleger abstellt, ersetzt er nicht etwa die Grundaufklärung mit der Standard-Aufklärungsbroschüre
 - Umgekehrt ersetzt die Standard-Aufklärungsbroschüre nicht die spezialgesetzlich vorgesehene Produkttransparenz

Transparenz bei Anlagefonds (1)

- Der Fondsvertrag wird mit einem Prospekt, und bei einem Effekten-, Immobilien- und übrigen Fonds für traditionelle Anlagen durch einen vereinfachten Prospekt (Art. 75-77 KAG, Art. 106 f. KKV) ergänzt
- Der Mindestinhalt des Prospekts und des vereinfachten Prospekts ergibt sich aus Anhang I und II zur KKV

Transparenz bei Anlagefonds (2)

- Informationspflicht Art. 34 Abs. 1 KKV: Die Bewilligungsträger weisen die Anleger insb. auf die mit einer bestimmten Anlageart verbundenen Risiken hin
- Art. 26 Abs. 3 lit. b KAG: Fondsvertrag enthält insb. Bestimmungen über die Anlagepolitik, die Risikoverteilung sowie die mit der Anlage verbundenen Risiken („risk disclosure“)
- Art. 71 Abs. 3: Auf die besonderen Risiken, die mit alternativen Anlagen verbunden sind, ist in Verbindung mit der Bezeichnung, im Prospekt und in der Werbung hinzuweisen („risk warning clause“)

Würdigung

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Sandro Abegglen
PD Dr. Fürsprecher, LL.M.
Niederer Kraft und Frey AG
Bahnhofstrasse 13
8001 Zürich

Tel 058 800 8000
Fax 058 800 8080
sandro.abegglen@nkf.ch