

Anlegerschutz im Wandel der Zeit



Von Markus Fuchs
Geschäftsführer
Swiss Funds & Asset Management
Association SFAMA

Anlegerschutz und dessen Regulierung ist ein Dauerbrenner, verschob sich doch die Gesetzgebung der 1960er Jahre vom Menschenbild eines schwachen und unmündigen Kleinsparers hin zu einem mündigen, aber geschäftsunerfahrenen Investor in den 1990er Jahren. Das der Regulierung heute zugrunde liegende Menschenbild, insbesondere auch im Hinblick auf Gesetzesprojekte wie das neue Finanzdienstleistungsgesetz (Fidleg) oder die Markets in Financial Instruments Directive (Mifid), wird sehr kontrovers diskutiert. Zudem werden Anleger immer mehr als Konsumenten betitelt. Aber können Anlageprodukte tatsächlich konsumiert werden? Und wie viele Warnhinweise sind dazu nötig? Sinnvoller Anlegerschutz liegt nicht zuletzt aus Kostenüberlegungen irgendwo zwischen Laisser-faire und Strangulierung.

Blick in die Geschichte

Die anlegerrelevante Gesetzgebung in der Schweiz lässt sich aufgrund der

jeweiligen gesetzgeberischen Motive und Marktverhältnisse in fünf Abschnitte einteilen:

- Die erste Phase zeichnete ab den 1880er Jahren erste schemenhafte Regulierungsansätze im Zuge der stetigen Entwicklung des Finanzplatzes, überschattet durch zwei Weltkriege und die dazwischenliegende Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren.

- Ab 1960 überwog in einer zweiten Phase eine sozialpolitisch motivierte Finanzmarktgesetzgebung in einem Umfeld wirtschaftlichen Aufschwungs und wachsenden Interesses breiter Bevölkerungsschichten für die Finanzmärkte. 1967 trat das erste Anlagefondsgesetz (AFG) in Kraft. Es behandelte ein eng abgestecktes Produktsegment und verfolgte ein einziges Regulierungsziel: den Anlegerschutz.

- In einer dritten Phase, welche in den 1990er Jahren einsetzte, standen im Zuge von Deregulierung, Liberalisierung und wachsendem internationalem Wettbewerb der Finanzplätze vor allem standortpolitische Motive im Vordergrund. Ein deutlicher Wandel weg vom Individual- hin zum Funktionsschutz und vor allem die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz waren die Schwerpunkte bei der AFG-Totalrevision 1994. Als Gesetzeszweck wurde zwar der Anlegerschutz genannt, aber inhaltlich bestand das Ziel in erster Linie darin, die schweizerische Gesetzgebung an die liberalere Regulierung im europäischen Raum anzupassen. Die Lockerung der Anlagevorschriften ermöglichte es, auch risikoreichere Fonds dem Publikum zugänglich zu machen. Zum Schutz der Anleger wurde auf verschärfte Transparenz- und Publizitätspflichten und auf ein dem damaligen Zeitgeist entsprechendes, liberales Informationsmodell gesetzt.

- Die 2000er Jahre markierten die vierte Phase. Dabei stand die schweizerische Finanzmarktgesetzgebung unter dem Anpassungsdruck der sich laufend verdichtenden Regulierung in der Europäischen Union (EU) bei gleichzeitiger Konsolidierung von Anlegerschutzanliegen und Massnahmen zur Aufrechterhaltung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes. Beim neuen Kollektivanlagengesetz (KAG, 2006) war der Fokus auf den Nachvollzug der EU-Regeln gerichtet.

- Die 2010 beginnende und bis heute anhaltende fünfte Phase steht im Zeichen der Krisenbewältigung und der Wiedergewinnung des Anlegervertrauens. Im Zuge dieser evolutiven Entwicklung des Finanzmarktrechts hat sich auch die Erwartungshaltung des Gesetzgebers gegenüber dem Anleger als normativem Prototyp gewandelt.

Jüngste Entwicklungen

Selbst wenn mit der KAG-Revision 2012 u.a. eine Stärkung des Anlegerschutzes verfolgt wurde, so erinnerte die damalige Debatte an das nüchtern gehaltene, instrumentell-funktional ausgerichtete Anlegerleitbild der 1990er Jahre. Sehr anschaulich manifestierte sich das in der Diskussion dazu, ob Vermögensverwaltungskunden ein ebenso geringes Schutzbedürfnis wie Banken und Effektenhändler aufweisen und ob sie deshalb als qualifizierte Kunden im Sinne des KAG gelten sollen. Aus Anlegerschutzgründen, aber auch weil diese Lösung nicht den geltenden EU-Standards unter Mifid entsprach, wollte der Bundesrat die Vermögensverwaltungskunden neu der Kategorie der Publikumsanleger zuweisen. Das Parlament entschied jedoch anders und behielt die Qualifikation von Vermögensverwaltungskunden als qualifizierte Anleger unter Berufung auf den «mündigen und verantwortungsbewussten Menschen» bei. Zum Schutz der Kunden

sahen die Räte jedoch ein sogenanntes Opting-in vor, wonach ein Vermögensverwaltungskunde schriftlich erklären kann, dass er wie ein nicht qualifizierter Publikumsanleger behandelt werden wolle.

Diese Lösung wurde vor allem mit der Wahrung grösstmöglicher Wahlfreiheit für den einzelnen Anleger begründet. Produkte, die ausschliesslich an qualifizierte Anleger verkauft werden dürfen, wären bei einer Herunterstufung von Vermögensverwaltungskunden in die Kategorie der Publikumsanleger für Vermögensverwaltungskunden nicht mehr zugänglich gewesen. Gerade dieser Hintergrund erhellt, dass die vom Gesetzgeber verabschiedete Lösung auch im Interesse der heimischen Finanzindustrie – Produzenten von Kollektivanlagen oder Vermögensverwalter – liegt und zur Stärkung des Finanzplatzes Schweiz beitragen soll. Das Beispiel zeigt aber auch, dass der neueren Gesetzgebung nicht nur ein differenziertes, sondern auch ein funktional ausgerichtetes Anlegerleitbild zugrunde liegt.

Differenzierter Anlegerschutz

Mit der während der 2000er Jahre neu geschaffenen Kollektivanlagengesetzgebung hat sich das Konzept des nach unterschiedlichem Schutzbedürfnis differenzierenden Anlegerschutzes endgültig etabliert. Das bedeutet, dass es unter geltendem Recht kein einheitliches, sondern mehrere Anlegerleitbilder gibt. Die Herausforderung liegt darin, die verschiedenen Leitbilder bzw. Anlegerkategorien mittels sinnvoller Kriterien voneinander abzugrenzen.

Mit Anlegerschutz lassen sich fast alle regulatorischen Eingriffe begründen. Oft wird jedoch das diesbezügliche Kosten/Nutzen-Verhältnis ausgeblendet, sowohl jenes für die Anleger als auch dasjenige des gesamten Fonds- und Finanzplatzes Schweiz. Anleger werden nicht allein um ihrer selbst willen geschützt, sondern ihr Schutz dient immer auch dem Schutz des Kapitalmarktes, der ohne das Vertrauen der Anleger nicht erfolgreich bestehen könnte. Im Zusammenhang mit Anlegerschutz wäre es kontraproduktiv, alle möglichen kollektiven Anlageformen derselben gesetzlichen Regelung zu unterstellen.

Im Vordergrund muss vielmehr das Bestreben stehen, für alle kollektiven Anlageformen ein ähnliches Schutzniveau zu schaffen, welches sich nach den jeweiligen effektiven Schutzbedürfnissen der ausdifferenzierenden Anlegergruppen richtet. Trotz der bestehenden rechtlichen Unterschiede muss dem Grundsatz des «same business, same risks, same rules» Geltung verschafft werden. Dieses Ziel lässt sich am besten durch ein einheitliches Gesetz, ergänzt durch punktuelle Verbesserungen bei den Regelungen der einzelnen Anlageformen, erreichen.

Das Fidleg schreibt den Finanzdienstleistern eine Reihe detaillierter Informations- und Dokumentationspflichten vor. Dadurch besteht die Gefahr, dass der Privatanleger mit standardisierten Informationsdokumenten übersättigt wird und so den Anreiz, Finanzanlagen zu tätigen, verlieren könnte. Solche Vorschriften führen oft zum unbefriedigenden Ergebnis, dass Informationen auf Seiten der Anleger nicht wahrgenommen werden und deshalb ihr Ziel verfehlen. Zudem ist die Dokumentenproduktion für die Anbieter und damit auch für die Anleger mit grossem administrativem Aufwand verbunden. Regulatorische Bestimmungen, die in diese Richtung zielen, schränken die Produktvielfalt potenziell zum Nachteil des Anlegers ein. Oft wäre es zielführender, die Anbieter sowie deren Informationspolitik und Marketingstrategie zu überwachen.

Ziel des Anlegerschutzes muss es sein, Mindeststandards für Transparenz und Schutz vor Betrug sicherzustellen. Anlegerschutz sollte nicht ausschliesslich als Schutz vor Verlustrisiken betrachtet werden, sondern auch gewährleisten, dass dem Anleger eine möglichst grosse Diversifikation an Anlagemöglichkeiten offen steht. Zudem sollte er auf Wettbewerb basieren, da ansonsten Monopolsituationen entstehen, die nicht im Interesse des Anlegers sind.

Ausblick für die Schweiz

Unabhängig von Anlegerschutzüberlegungen müssen wir beachten und akzeptieren, dass Schweizer Finanzdienstleistungen heute und in naher Zukunft zu einem wesentlichen Teil in die EU exportiert werden. Daher ist die

grundsätzliche Orientierung der schweizerischen Anlegerschutzregulierung an der EU, namentlich im Fidleg/Finig, unabdingbar. Neben der Äquivalenz, welche im internationalen Kontext zunehmend eine wichtige Voraussetzung für den Export von Finanzdienstleistungen und -produkten wird, spielen in diesem Zusammenhang auch Praktikabilitäts- und rechtliche Überlegungen eine zentrale Rolle. Zum einen kann durch eine möglichst enge Anlehnung an die entsprechenden EU-Regelungen vermieden werden, dass die zahlreichen international tätigen Finanzdienstleister parallel unterschiedliche Systeme für die Betreuung ihrer in- und ausländischen Kunden implementieren müssen. Schliesslich spielt auch das «Lugano Übereinkommen» eine wesentliche Rolle, aufgrund dessen Schweizer Finanzdienstleister bei der Bedienung von Privatkunden aus der EU in der Regel bereits heute die EU-Kundenschutzbestimmungen anwenden müssen. Bei der Bedienung von professionellen Kunden kommt dieses Abkommen jedoch nicht zur Anwendung – ein Aspekt der oft zu wenig beachtet wird.

Anlegerschutz- und angemessene Verhaltensregeln sollen sich an anerkannten internationalen Standards (v.a. IOSCO/OECD) ausrichten. Das ist im Interesse der Anleger und auch eine Grundvoraussetzung dafür, dass Schweizer Anbieter künftig ihre Dienstleistungen grenzüberschreitend professionellen Kunden anbieten dürfen.

Anlegerschutz muss im Interesse der Investoren mit Augenmass betrieben werden, da Anforderungen und Restriktionen mit Aufwand und Kosten verbunden sind. Leider dienen mit Anlegerschutz begründete regulatorische Eingriffe oft auch als Rechtfertigung für die Durchsetzung protektionistischer oder steuerlich motivierter Eingriffe von Regulatoren, aber im Einzelfall auch von einzelnen Akteuren des Finanzmarktes. Solche Partikularinteressen sind für die Anleger sowie den Finanzplatz Schweiz aber selten vorteilhaft.

office@sfama.ch
www.sfama.ch