K. Heim (Hrsg.) | U. Schenker | A. Pfiffner | F. Hammer

# Suitability & Appropriateness

Gesetzliche und regulatorische Übersicht
für Bankfachleute und Juristen

Schulthess § 2012

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2012
ISBN 978-3-7255-6576-4

www.schulthess.com

# Vorwort

Geeignetheit und Angemessenheit – ein Begriffspaar, welches in der Finanzbranche allgemein als Suitability und Appropriateness und demzufolge auch in diesen Aufsätzen so genannt wird – ist spätestens seit dem Kollaps von Lehman Brothers ein noch aktuelleres Thema für Banken, Aufsichtsbehörden, Regulatoren und Bankkunden. Obwohl die von Lehman Brothers emittierten Produkte weder mangelhaft noch gesetzeswidrig waren und ein wirtschaftlicher Faktor – die Zahlungsunfähigkeit der Produkteemittentin – die Wirtschafskrise im Jahr 2008 auch für Kleinkunden ins Rollen brachte, wurde der Fokus der Beteiligten und der Medien auch auf die angemessene Beratung von Bankkunden gesetzt. Zur Beratung gehören nebst den Informationen, welche die Bank dem Kunden liefert, auch Informationen, welche der Kunde der Bank gibt, damit diese die Geeignetheit und Angemessenheit ihrer zu liefernden Produkte oder Dienstleistungen prüfen kann.

Wie so oft liessen und lassen extreme Beispiele aus der Praxis die Diskussionen und Emotionen aufleben. Vernünftige Lösungen durch Gesetzgeber und Praxis, welche weder den Bankkunden bevormunden noch benachteiligen, sind gefragt. Ebenfalls zu vermeiden gilt es eine Informationsschwemme für den Kunden, welche noch mehr Verunsicherung und möglichen Missverständnissen Tür und Tor öffnen könnten. Dies wurde in der Zwischenzeit auch von der FINMA erkannt und entsprechende Änderungen in der schweizerischen Gesetzgebung sind betreffend Suitability und Appropriateness zu erwarten.

In den folgenden Aufsätzen sollen die verschiedenen Perspektiven – des Bankkunden, der Bank sowie des Regulators in der Form des FINMA-Vertriebsberichts 2010 sowie des FINMA-Positionspapiers Vertriebsregeln 2012 in der Appendix – Bankpraktikern und weiteren interessierten Personen nähergebracht werden.

Aus Sicht des Kunden wird aufgezeigt, wie Verlustrisiko und Gewinnchance des Kunden zueinander stehen, wie die Märkte die Anlagen beeinflussen, welche Methoden des Anlegerschutzes existieren, und es werden Ausführungen zu Suitability und Appropriateness im Schweizer Recht aus der Position des Kunden gemacht. Die Sicht der Bank befasst sich mit der Einbettung der Thematik im Alltag der Banken (Aktivitäten der Bank, der Kundenberater, der Compliance-Zuständigen) und weist auf operationelle Fragen hin. Der letzte Teil vermittelt einen Einblick in die schweizerischen gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen, die spärliche Bundesgerichtspraxis, das Verständnis des Bankenombudsmannes sowie in die gesetzlichen Grundlagen im Bereich Suitability und Appropriateness

einzelner europäischer Staaten. Die Unterschiede in der regulatorischen Systematik zwischen Schweiz und Europäischer Union werden sichtbar. Die Aufsätze erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und richten sich nicht nur an Juristen, sondern an alle Personen, die sich im Bankenalltag mit dem Thema beschäftigen.



# Autorenverzeichnis

KATHRIN HEIM

Lic. iur., Rechtsanwältin, LL.M.University of Nottingham, langjährige Berufserfahrung im Versicherungswesen, Legal Consulting sowie in Schweizer Grossbank

FRAUKE HAMMER

Dr. iur., LL.M. University of Texas at Austin, langjährige Erfahrung in Schweizer Grossbank in Zürich und London, zuvor Tätigkeit in internationaler Anwaltssozietät in Frankfurt am Main

ANDREA PFIFFNER

Lic. iur., LL.M NYU, Rechtsanwältin, Referentin an der Hochschule Luzern, Institut für Finanzdienstleistungen Zug

URS SCHENKER

PD Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M. Harvard, Privatdozent an der Universität St. Gallen, Managing Partner Baker & McKenzie, Zürich

# A. Kapitalanlage und Anlagerisiko

## 1. Anlageerfolg als Ziel des Kunden

Das Ziel jeder Geldanlage ist normalerweise die Bewahrung und Vermehrung des Kapitals – der Anleger strebt in diesem Sinne eine positive Performance an, die sich in laufendem Ertrag aus Zinsen und Dividendenausschüttungen sowie in Kapitalgewinnen zeigt.

Dem Anleger steht für seine Anlagen ein grosses Spektrum von Anlageinstrumenten zur Verfügung, das von Geldmarktanlagen über Obligationen und Aktien bis zu Derivaten strukturierter Produkte, Rohstoffen sowie Hedge und Private Equity Funds reicht. Jede dieser Anlagekategorien weist hinsichtlich Rendite und Risiko unterschiedliche Eigenschaften auf, wobei die einzelnen Anlagen innerhalb dieser Anlagekategorien bezüglich Risiko und Rendite zum Teil ganz erhebliche Unterschiede aufweisen[1]. Diese breite Palette von Anlagemöglichkeiten ermöglicht es dem Anleger mindestens theoretisch, ein Portefeuille zusammenzustellen, das seine individuellen Vorstellungen betreffend Risiko und Rendite optimal abdeckt. Für Anleger, die sich nicht vertieft mit den einzelnen Anlagemöglichkeiten auseinandersetzen und die Eigenschaften der verfügbaren Anlageinstrumente nicht analysieren, führt aber gerade das breite Angebot an möglichen Investitionen zu einer gewissen Überforderung – die Erfahrung zeigt daher auch, dass viele Anleger Anlagen machen, die in objektiver Sicht nicht ihrer Risikofähigkeit entsprechen oder in anderer Hinsicht für ihre persönliche Situation als ungeeignet erscheinen[2].

Die Schwierigkeiten, die Anleger mit der Auswahl der richtigen Anlagestrategie und Anlageinstrumente haben, führen aber auch dazu, dass sehr viele Anleger Dienstleistungen Dritter beanspruchen, indem sie sich von Dritten bei der Auswahl von Anlageinstrumenten beraten lassen oder die Anlage bestimmter Gelder direkt auf Dritte übertragen. Anlageberatung und Vermögensverwaltung sind

1 Am auffälligsten ist dieser Unterschied innerhalb einer einzelnen Kategorie bei Obligationen, obwohl das Anlagespektrum von praktisch risikolosen Staatsobligationen bis zu Junk Bonds reicht, die wirtschaftlich betrachtet eine Wette auf das Überleben eines Unternehmens darstellen. Vgl. Michael Krebs, Modell zur Risikoklassifizierung von Anlageprodukten, in: Der Schweizer Treuhänder, 11/2011, S. 934–939, S. 935 ff.

2 Vgl. FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen («FINMA-Vertriebsbericht 2010»), Oktober 2010, S. 3.

deshalb für die Anleger wesentliche Dienstleistungen geworden. Dennoch trifft die Mehrheit der Anleger heute ihre Anlageentscheide immer noch selbst und schliesst weder einen Vermögensverwaltungsvertrag noch einen Beratungsvertrag mit den Banken oder Wertschriftenhändlern ab, über die sie Anlegeinstrumente erwerben[3]. In diesen Fällen liegt eine «Execution only»-Beziehung mit den entsprechenden Banken oder Wertschriftenhändlern vor. Zum Teil werden Effektenhändler und Banken aber auch zur Gegenpartei des Anlegers, wenn der betreffende Anleger von ihnen ein Anlageinstrument, wie z.B. ein strukturiertes Produkt, kauft[4]. In wirtschaftlicher Hinsicht verwischen die Grenzen zwischen «Execution only» bzw. Produktverkauf und/oder Anlageberatung häufig – wenn der betreffende Anleger eine laufende Kontobeziehung hat und die Bank als Werbung für ein neues Anlageprodukt eine «Anlageempfehlung» zustellt, so versteht der Anleger dies meist nicht als blosser Verkauf eines Produktes, sondern als Beratung, welche die Bank im Rahmen der Kontenbeziehung erbringt[5]. Zum gleichen Effekt kommt es, wenn der Anleger seine Börsenaufträge in einer «Execution only»-Beziehung mit seiner Kontaktperson in der Bank bespricht, da der Anleger dann, auch ohne spezifische vertragliche Grundlage, eine Beratung erwartet und faktisch auch oft erhält[6].

## 2. Die Effizienz der Märkte für Anlageinstrumente

Viele Anlageinstrumente, wie insbesondere Aktien, Obligationen, Geldmarktpapiere, aber auch Rohstoffe, werden an Märkten gehandelt, auf denen sich durch Angebot und Nachfrage Preise bilden. Soweit die zur Bewertung der betreffenden Anlageinstrumente wesentlichen Informationen öffentlich zugänglich sind und der Handel liquid ist, sind die betreffenden Märkte normalerweise bis zu einem gewissen Grad effizient, d.h. die Marktpreise bilden sämtliche für die Bewertung wesentlichen Informationen ab, was dazu führt, dass der Marktpreis dem objektiven Wert des betreffenden Anlageinstrumentes entspricht[7]. Damit sich ein derartig effizienter Markt bildet, ist es nicht notwendig, dass jeder Anleger die für die

3 Vgl. Vito Roberto, Die Haftung des Vermögensverwalters und Anlageberaters, in: Paolo Bernasconi/René Chopard (Hrsg.), Rechtliche Verantwortlichkeiten bei der Vermögensverwaltung, 2002, S. 37–59, S. 37.

4 Vgl. Susan Emmenegger, Die Informationspflichten der Bank bei Anlagegeschäften: Tout devient du droit public?, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, 2009, S. 643–656, S. 646 f.

5 Dazu trägt auch die Werbung der Banken bei, die sehr häufig von Beratung und individueller Betreuung spricht und so beim Kunden auch eine entsprechende Erwartungshaltung hervorruft.

6 Vgl. FINMA-Vertriebsbericht 2010, Anhänge, S. 11.

7 Grundlegend zur Effizienz des Marktes und der entsprechenden Mechanismen vgl. Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets, a review of theory and empirical work, Journal of Finance 1970, S. 383–417, S. 383 ff.; Michael C. Jensen, Some anomalous evidence regarding market efficiency, Journal of Financial Economics 1978, S. 95–101, der auf die Breite empirischer Abstützung der Theorie des effizienten Marktes hinweist; Markus Ruffner, Die





Bewertung der betreffenden Instrumente relevanten Informationen tatsächlich bei seinen Kaufs- und Verkaufsentscheiden berücksichtigt – nach empirischen Untersuchungen genügt es, wenn ein relativ kleiner Teil der Marktteilnehmer[8] die vorhandenen Informationen tatsächlich verarbeitet[9].

Die Effizienz der Märkte hat in Bezug auf die Anlagen folgende Konsequenzen:

- Es gibt keine wissenschaftlich richtige Methode zur Sicherung eines überdurchschnittlichen Anlageerfolges. Weder die Analyse vergangener Kurse[10] noch die Untersuchung der für die Bewertung relevanten Daten[11] kann einen Anlageerfolg garantieren, da die betreffenden Informationen bereits im Kurs, zu dem gekauft bzw. verkauft werden kann, abgebildet werden[12]. Daher ist es auch professionellen Anlageberatern und Vermögensverwaltern nicht möglich, nachhaltig einen überdurchschnittlichen Ertrag zu erarbeiten. In der Praxis wird dies durch empirische Studien belegt: Die Ratschläge, die Banken und Broker veröffentlichen, führen im langfristigen Durchschnitt nicht zu einer überdurchschnittlichen Rendite, und auch Fonds, die professionell verwaltet werden, zeigen keine Renditen, die signifikant über dem Marktdurchschnitt liegen[13].
- Auch «unbedarfte» Anleger kaufen in effizienten Märkten Anlageinstrumente zum «richtigen» Preis. Selbst ein Anleger, der sich mit der Bewertung der in einem liquiden Markt gehandelten Aktien nicht auseinandersetzt und das betreffende Unternehmen nicht einmal kennt, kauft die entsprechende Aktie zum «richtigen» Wert, d.h. zum Wert, der alle verfügbaren Informationen widerspiegelt[14].

Der oben dargestellte Umstand, dass auch Anleger, die Informationen selbst nicht verarbeiten, zum «richtigen» Preis kaufen und damit indirekt von der Verarbeitung der verfügbaren Informationen profitieren[15], ist der Grund dafür, dass der Anlegerschutz in einer liberalen Konzeption primär dadurch verwirklicht werden kann, dass für effiziente Märkte die notwendigen Rahmenbedingungen ge-

ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft – ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Habil. Universität Zürich 2000, S. 361.

8 Ca. 10%.

9 Vgl. Mirjam Eggen, Finanzprodukte – Auftrag oder Kauf?, in: SZW 2011, S. 625–638, S. 636 ff. m.w.V.

10 Technische Analyse.

11 Fundamentalanalyse.

12 Grundlegend Fama, 1970, S. 383 ff.; Burton G. Malkiel, The efficient market hypothesis and its critics, Journal of economic perspectives 17 (2003), No. 1, S. 59–82, S. 67 ff.

13 Malkiel, 2003, S. 67 ff. m.w.V.

14 Ruffner 2000, S. 361; Fama 1970, S. 387 f.; im Einzelnen Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Habil. Universität St.Gallen 2009, S. 4.

15 «Free rider» bzw. Trittbrettfahrer-Effekt; Schenker, 2009, S. 4.

schaffen werden, d.h. sichergestellt wird, dass die Marktteilnehmer über alle für die Bewertung erforderlichen Informationen verfügen und die Märkte liquid sind[16]. Dieses Schutzkonzept versagt allerdings immer dann, wenn ein Anleger Anlageinstrumente kauft, für die es keinen Markt gibt, sodass er den Preis, den er bezahlt, selber beurteilen muss und sich nicht auf die Preisbildung an einem effizienten Markt verlassen kann – diese Situationen ergeben sich vor allem bei nicht kotierten Derivaten, strukturierten Produkten und Hedge sowie Private Equity Funds[17]. Da bei derartigen Instrumenten die Disziplin des Marktes fehlt, kommt es in diesem Bereich auch regelmässig zu Problemen: Anleger kaufen überbewertete Produkte oder Instrumente, die mit zu hohen Kosten belastet sind.

### 3. Die Korrelation von Verlustrisiko und Gewinnchance

Bei allen Kapitalanlagen besteht das Risiko eines Verlustes[18]. Dieses Risiko wird vom Anleger grundsätzlich in Kauf genommen, da ohne Risiko kein Anlageerfolg möglich ist[19]. Die Höhe des Risikos variiert allerdings von Anlageinstrument zu Anlageinstrument. Soweit Anlageinstrumente in effizienten Märkten gehandelt und bewertet werden, besteht eine positive Korrelation zwischen dem Verlustrisiko und den Gewinnchancen einer Anlage, d.h., je grösser die Gewinnchance ist, desto grösser ist auch das Verlustrisiko – in wirtschaftlicher Hinsicht erkauft sich der Anleger letztlich mit dem Verlustrisiko die Gewinnchance. Wären alle Märkte effizient und hätten alle Anleger freie Wahl zwischen den Märkten, so müssten die risikoadjustierten Renditen aller Anlageinstrumente aufgrund dieser Überlegung sogar gleich sein[20].

16 Vgl. Eggen, 2011, S. 636 ff. m.w.V.

17 Es erstaunt deshalb auch nicht, dass gerade bei diesen Produkten die Margen, welche die Verkäufer erheben, häufig relativ hoch sind; der Anleger kann den Preis einschliesslich Marge nicht mit einem Markt vergleichen und erkennt so nicht einmal die Marge, die ihm belastet wird. Überdies entfällt auch die weit überwiegende Anzahl aller Anlagebetrugsfälle auf Anlagen, die nicht an einem Markt gehandelt werden.

18 Im Allgemeinen werden Obligationen eines Staates, die dieser in der eigenen Währung herausgegeben hat, als «risikolos» betrachtet, solange der betreffende Staat die Möglichkeit hat, selbst das zur Zahlung notwendige Geld auszugeben. Diese Betrachtung ist aber rein formal – bei einem entsprechenden Staatsdefizit führt die Rückzahlung durch Geldschöpfung zu einer massiven Entwertung der betreffenden Währung und zu einem Verlust des Anlegers. Die jüngste Vergangenheit hat diese Risiken auch wieder eindrücklich belegt.

19 Vgl. Urs Emch/Hugo Renz/Reto Arpagaus, Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Auflage, 2010, S. 456 ff.

20 In der Praxis zeigen sich zwar Tendenzen zu einem derartigen Ausgleich – dieser ist aber nicht perfekt, da einerseits nicht alle Märkte effizient sind und andererseits auch nicht alle Anleger zwischen den Märkten frei wählen können. Die Einschränkungen, die Versicherungen und Pensionskassen sowie zum Teil auch anderen institutionellen Anlegern auferlegt werden, führen zu Ungleichgewichten, d.h., zu einer relativen Überbewertung der Anlagekategorien, die diesen zugänglich sind. Dies zeigte sich in den letzten Jahren z.B. in einer systematischen Überbewertung von Obligationen.





Auch wenn die positive Korrelation von hoher Rendite und hohem Risiko fast naturgesetzliche Geltung hat, geht die Erkenntnis, dass Gewinnchancen immer mit Risiken verbunden sind, bei den Anlegern häufig verloren. Die Erfahrung zeigt, dass das Risikobewusstsein in Zeiten positiver Wertentwicklungen jeweils stark zurückgeht, da sich das Risiko in Haussephasen häufig während mehreren Jahren nicht mehr manifestiert und daher auch in kurzfristigen statistischen Betrachtungen gar nicht mehr erscheint. Dies führt dazu, dass auch professionelle Anleger bzw. Anlageberater und Vermögensverwalter in positiven Marktphasen die Risiken systematisch unterschätzen und zum Teil sogar neue Theorien entwickeln, die belegen sollen, dass die betreffenden Risiken aufgrund neuerer Entwicklungen nicht mehr existieren oder stark zurückgegangen sind[21]. Bei unprofessionellen Anlegern verstellt manchmal aber auch das Versprechen einer hohen Rendite jeden Blick auf die damit verbundenen Risiken – anders als mit einer ungebremsten «Renditegier» lässt sich kaum erklären, dass völlig unseriöse Renditeangebote immer wieder ihre Opfer finden[22]. Die Entwicklung und Aufrechterhaltung von Risikobewusstsein fällt letztlich immer auch in den Bereich der Selbstverantwortung des Anlegers, der in diesem Punkt sich selber kontrollieren muss und sich nicht einfach durch blanke «Renditegier» steuern lassen darf.

## B. Schutz des Anlegers

### 1. Der Ausgangspunkt: Eigenverantwortung aufgrund bewusster Risikoübernahme

In Anbetracht der Risiken, die allen Kapitalanlagen immanent sind, nimmt der Anleger bei jedem Investment das Risiko von Vermögenseinbussen bewusst in Kauf. Will er sein Verlustrisiko reduzieren, so kann er dies nur dadurch erreichen, dass er Anlagestrategien mit geringem Risiko verfolgt[23] oder indem er seine Positionen durch Derivate absichert. Derartige Strategien, die das Risiko vermindern, führen aber zu einer Ertragseinbusse, da bei Anlagen in Instrumente mit gerin-

21 Dieser Effekt war zum Teil bei der US real estate bubble zu beachten, die 2008 implodierte; die Hypothekarinstitute und professionelle Anleger hatten nicht nur das Risiko, das mit unterklassigen (sub prime) Immobilien verbunden ist, verdrängt, sondern auch Theorien entwickelt, wie dieses Risiko durch geeignetes financial engineering für die Anleger beseitigt werden kann.

22 Ein Beispiel dafür war der anfangs des letzten Jahrzehnts grassierende «Handel» mit «prime bank instruments», bei dem den Anlegern Renditen über 100% pro Jahr in Aussicht gestellt wurde. Selbstverständlich handelte es sich immer nur um Schneeballsysteme.

23 Z.B. Geldmarktanlagen bei staatlichen Schuldnern.

gem Verlustrisiko auch die Gewinnchancen beschränkt sind, und Absicherungsstrategien mit Derivaten Kosten verursachen, welche die Performance belasten.

Das Bundesgericht hat daher auch immer konsequent festgehalten, dass Dritte bei Anlageberatung und Vermögensverwaltung gegenüber den Anlegern für den Erfolg ihrer Tätigkeit nicht haften[24]. Allein die Tatsache, dass sich das Marktrisiko realisiert und ein Verlust eintritt, begründet dementsprechend keine Haftung von Anlageberatern und Vermögensverwaltern – zu einer Haftung kann es nur kommen, wenn diese vertragliche Pflichten verletzt haben.

Das Prinzip der Selbstverantwortung des Anlegers ist in wirtschaftlicher Betrachtung sachgerecht, da bei einem Gewinn der Anleger profitiert und nicht der Berater oder Vermögensverwalter.

## 2. Methoden des Anlegerschutzes

Erleiden Privatanleger im Rahmen einer allgemeinen Baisse oder im Rahmen eines grösseren Betrugsfalles Verluste, so kommt es auf politischer Ebene häufig zur Forderung nach einer Verstärkung des Anlegerschutzes, um derartige Verluste zu verhindern. In den letzten Jahren führten insbesondere der Madoff-Betrugsfall und der Zusammenbruch der Lehman-Gruppe zu derartigen Forderungen[25]. Die Erkenntnisse aus diesen Untersuchungen führten zum FINMA-Vertriebsbericht 2010[26], der eine Verstärkung des Anlegerschutzes fordert, um eine Wiederholung derartiger Verluste zu vermeiden.

Der Schutz der Anleger kann allerdings nie absolut wirken und Verluste vollständig vermeiden, da, wie oben dargestellt, die Möglichkeit eines Verlustes allen Anlagen immanent ist – es gibt keine Anlagen ohne Anlagerisiko, und wo ein Risiko existiert, verwirklicht sich dieses von Zeit zu Zeit. Diese Erkenntnis fasst letztlich aber auch das Grundproblem des Anlegerschutzes zusammen: Wenn Anlagen nicht generell verboten werden, werden die Anleger immer wieder Verluste erleiden, da sich das den Anlagen immanente Risiko zwangsläufig periodisch realisiert. Ein absoluter Schutz des Anlegers durch ein Verbot riskanter Anlagen ist aber weder aus Sicht der individuellen Anleger sinnvoll, da diese nur durch Geldanlage eine Rendite auf ihrem Vermögen erzielen können, noch volkswirtschaftlich vertretbar, da die Finanzierung der Wirtschaft voraussetzt, dass Anleger Risiken eingehen, indem sie Unternehmen Eigen- und Fremdkapital zur Verfügung stellen.

24 BGE 115 II 62; BGE 119 II 333; BGer 4C.18/2007.

25 Vgl. Stephan Geiger, Umsetzung der MiFID in der Schweiz?, in: Jusletter 17. Januar 2011, S. 3; Jean-Marc Schaller, Der perfekte Vermögensverwaltungsvertrag, in: AJP 2012, S. 56–68, S. 61; FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010, S. 9 ff.; FINMA-Vertriebsbericht 2010.

26 FINMA-Vertriebsbericht 2010, S. 65 ff.





Aufgrund dieser Erkenntnisse muss das primäre Ziel des Anlegerschutzes sein, die Anleger vor Betrugsfällen, in denen Geld nicht angelegt, sondern veruntreut wird, zu schützen. Neben diesem unbestrittenen Ziel des Anlegerschutzes stellt sich aber auch immer wieder die Frage, inwieweit Anleger vor «übermässigen» Risiken geschützt werden sollen, d.h. vor Anlagen abgehalten werden, deren Risiko nicht der Risikofähigkeit des Anlegers entspricht. Um Anleger in diesem Bereich zu schützen, gibt es grundsätzlich zwei Stossrichtungen des Anlegerschutzes:

- **Schutz durch Verbote und Einschränkungen bestimmter Anlagen**

  Die Anleger können dadurch geschützt werden, dass gewisse Anlageinstrumente oder ihr Vertrieb verboten werden. Diese Linie verfolgt die Schweiz z.B. bei ausländischen Fonds, deren öffentlicher Vertrieb in der Schweiz gemäss Art. 120 KAG verboten ist, sofern sie nicht über eine Genehmigung der FINMA verfügen. Dabei ist auch ein selektives Verbot möglich, indem der Erwerb bestimmter Anlagen auf Investoren beschränkt wird, die bestimmte Qualifikationen erfüllen. Dieses partielle Verbot kommt in der Schweiz bei gewissen kollektiven Anlageformen zur Anwendung. Investitionen in Kommanditgesellschaften für kollektive Kapitalanlagen sind z.B. gemäss Art. 98 Abs. 3 KAG qualifizierten Anlegern vorbehalten.

  Das Verbot bestimmter Anlagen ist ein sehr einschneidendes Mittel des Anlegerschutzes, da es nicht nur Verluste für die betreffenden Anleger vermeidet, sondern auch die Anlagefreiheit des individuellen Anlegers einschränkt. Weitgehende Verbote entsprechen vor allem aber auch nicht dem Bild des mündigen und selbstverantwortlichen Anlegers[27], das z.B. dem Börsengesetz zugrunde liegt und davon ausgeht, dass der Anleger über seine Anlagen selbst entscheidet, aber auch die Folgen seiner Entscheide selbst tragen muss[28].

27 Vgl. zum Prinzip der Selbstverantwortung des Kunden: Valentin Jentsch/Hans Caspar von der Crone, Informationspflichten der Bank bei der Vermögensverwaltung: Kundenprofil und Risikoaufklärung, in: SZW, 6/2011, S. 639–653, S. 642 m.w.V.

28 Zum Ziel des BEHG vgl. die Voten im National- und Ständerat: Amtl. Bull. S 1993, S. 1001; Amtl. Bull. N 1994, S. 1057 f.

- **Schutz durch Transparenz und Markteffizienz**[29]

  Die Anleger können aber auch durch Transparenzvorschriften und durch die Schaffung effizienter Märkte geschützt werden[30].

  Die vollumfängliche Information der Anleger über die Eigenschaften bestimmter Anlageinstrumente und die damit verbundenen Risiken schützt die Anleger zwar nicht vor Verlusten, erlaubt es ihnen aber, die betreffenden Anlageinstrumente zu bewerten. Die Anleger können aufgrund dieser Informationen bewusst darüber entscheiden, ob sie die mit einer bestimmten Anlage verbundenen Risiken eingehen wollen. Wenn Anlageinstrumente an einem Markt gehandelt werden und durch entsprechende Regeln sichergestellt wird, dass die Anleger alle für die Bewertung relevanten Informationen erhalten, so bildet sich auch ein effizienter Markt. Dies führt dazu, dass der Marktpreis alle vorhandenen Informationen widerspiegelt und jeder Anleger somit aufgrund der oben dargestellten Mechanismen unabhängig von seinem eigenen Informationsstand die betreffenden Instrumente zum «richtigen» Preis erwirbt[31]. Dieses Modell wurde vor allem bei kotierten Aktien und Obligationen verwirklicht[32]. Damit wird der Systemschutz, d.h., der Schutz des funktionierenden und effizienten Marktes, indirekt zum Anlegerschutz[33].

  Marktmechanismen, die den Anleger schützen, können sich auch entwickeln, wenn zwar kein börsenmässiger Handel besteht, aber verschiedene Parteien ein bestimmtes Produkt anbieten und sichergestellt wird, dass die Anleger die für die Beurteilung relevanten Informationen erhalten und damit die verschiedenen Angebote vergleichen können. Die Offenlegung der Gesamtkosten von Fondsinvestments führt beispielsweise dazu, dass Anleger beim Vergleich verschiedener Fonds den günstigeren wählen, was bei den teureren Fonds entsprechenden Margendruck auslöst. Zur gleichen Entwicklung würde es auch kommen, wenn die Margen- und Vertriebsaufschläge bei Derivaten und strukturierten Produkten offengelegt werden.

  Das Konzept, Schutz durch Transparenz zu verwirklichen, entspricht im Gegensatz zu möglichen Verboten dem gesetzgeberischen Bild des selbstverantwortlichen Anlegers, der die Freiheit haben soll, die Anlageinstrumente selbst auszusuchen, aber auch das mit Anlagen verbundene Verlustrisiko tragen muss[34]. Dieses Konzept ermöglicht das Entstehen von Märkten, in denen sich Unternehmen dank den Investitionen von Anlegern finanzieren können. Allerdings kommt auch dieses Schutzkonzept nicht ohne Verbote aus: Soweit Anlageinstrumente bzw. deren Emittenten den entsprechenden Informationserfordernissen nicht entsprechen, müssen die betreffenden Anlageinstrumente konsequenterweise verboten werden.

Das Konzept des Schutzes durch Transparenz scheitert beim individuellen Anleger zum Teil daran, dass Anleger die zur Verfügung gestellten Informationen gar nicht zur Kenntnis nehmen oder diese nicht verstehen[35]. Dies ist dann wenig problematisch, wenn ein effizienter Markt besteht, d.h., genügend professionelle Investoren die betreffenden Informationen verarbeiten und der Markt deshalb nach den vorne dargestellten Mechanismen den richtigen Wert des betreffenden Instrumentes abbildet, sodass auch ein Anleger, der die relevanten Informationen nicht verarbeitet, indirekt von der Information profitiert und geschützt wird. Soweit kein Markt besteht und der Anleger die betreffenden Anlageinstrumente direkt von ihrem Sponsor oder einem Vermittler erwirbt, hat die Information der Anleger allerdings nur den Effekt, dass ungünstig gestaltete Produkte von fachkundigen Marktteilnehmern nicht gekauft werden, aber bei den «unbedarften» Anlegern immer noch Abnehmer finden. Letztlich schützt daher das Offenlegungsprinzip nur dann vollumfänglich, wenn gleichzeitig ein funktionierender Markt etabliert wird. Es erstaunt daher nicht, dass in Bereichen, in denen ein derartiger Mark besteht, der Schutz der Anleger primär durch Offenlegung verwirklicht wird[36], während dieses Prinzip – wie die Fälle Madoff und Lehman[37] zeigen – bei Anlageinstrumenten, bei denen kein Markt besteht, wie z.B. bei Anteilen an intransparenten Hedge Funds oder bei vielen strukturierten Produkten, nicht genügt, um die Anleger zu schützen.

29 Vgl. FINMA-Vertriebsbericht 2010; Geiger, 2011, S. 3.

30 Vgl. Brigitte Strebel-Aerni, Standards für nachhaltige Finanzmärkte, 2008, S. 13 f.; Schenker 2009, S. 51 f. m.w.V.

31 Vgl. Peter Nobel, Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2010 bis Mitte 2011, in: SZW 5/2011, S. 475–484, S. 478 m.V.a. FINMA-Vertriebsbericht 2010.

32 Die SIX stellt durch Veröffentlichungspflichten (Jahresbericht, Halbjahresbericht, Ad-hoc-Publikation, Management-Beteiligungen, etc.) sicher, dass die Anleger alle für die Bewertung notwendigen Informationen haben, um so den Börsenhandel möglichst effizient zu gestalten.

33 Dazu m.w.V. Schenker 2009, S. 51 f.

34 Strebel-Aerni, 2008, S. 13.

35 Vgl. FINMA-Vertriebsbericht 2010, S. 3.

36 Insbesondere bei Aktien, Obligationen und Derivaten, die an einer Börse gehandelt werden, vgl. dazu das Schutzkonzept des BEHG; dazu Rashid Bahar/Eric Stupp, Art. 11 BEHG, N 11, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Börsengesetz Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Auflage, 2011 (nachfolgend: BSK BEHG).

37 Vgl. FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010, S. 9 ff.

# C. Suitability & Appropriateness als Schutzkonzept

Durch die MiFID[38] wurde in der EU nach amerikanischem Vorbild das «Suitability and Appropriateness»-Konzept eingeführt, um Anleger zu schützen. Dieses Konzept soll die Lücke füllen, die dadurch entsteht, dass einzelne Anleger allein aufgrund der Offenlegung von Risiken nicht genügend geschützt werden können. Das Suitability-and-Appropriateness-Konzept basiert auf folgenden Grundlagen[39]:

- Der Berater bzw. Produktanbieter muss die Risikofähigkeit des Kunden aufgrund seiner Lebens- und Vermögensumstände erfassen und daraus ableiten, welche Risiken für den betreffenden Anleger angemessen sind. Diese Eignungsprüfung führt normalerweise zu einer Segmentierung der Anleger nach den Risiken, die ihnen zugemutet werden können.
- Berater und Produktanbieter müssen ihre Ratschläge und auch die Produkte, die sie dem Kunden anbieten, der Risikofähigkeit des Kunden anpassen und dürfen diesem keine Anlageinstrumente verkaufen bzw. empfehlen, die dessen Risikofähigkeit übersteigen. Die Verpflichtung zu einer derartigen Angemessenheitsprüfung führt dazu, dass die betreffenden Personen die Produkte, die sie anbieten bzw. empfehlen, nach den mit diesen verbundenen Risiken einstufen müssen, damit sie Produktrisiko und Risikofähigkeit des Kunden zur Übereinstimmung bringen können[40].

Dieses Schutzkonzept geht über die Schaffung von Transparenz und die Information des Anlegers hinaus, da Berater und Produktanbieter bis zu einem gewissen Grad die Verantwortung dafür übernehmen müssen, dass der Anleger ein Anlageprodukt erwirbt, das seiner Risikofähigkeit entspricht[41]. Das Konzept basiert darauf, dass die blosse Offenlegung von Risiken in der Praxis ihr Ziel oft verfehlt, weil die Kunden ihre eigene Risikofähigkeit überschätzen oder die offengelegten Risiken nicht verstehen bzw. völlig falsch einschätzen und deshalb trotz vollumfänglicher Risikoaufklärung Risiken eingehen, die nicht für sie geeignet sind und

38 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID).

39 Geiger, 2011, S. 5 ff.; Bernhard Berger, Börsengesetzliche Informationspflicht des Effektenhändlers, in: recht, 2007, S. 229–235, S. 232.

40 Vgl. dazu Hans-Ulrich Müller, Was können KMU von den Banken im härter gewordenen Umfeld erwarten? Die Strategie der Credit Suisse im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen, in: Der Schweizer Treuhänder 6–7/03, S.453–462, S. 456 ff.

41 Vgl. Europäische Kommission, Pressemitteilung: Neue Vorschriften für effizientere, widerstandsfähigere und transparentere Finanzmärkte in Europa, 20. Oktober 2011; Vgl. dazu auch die Kundenkategorisierung bei Geiger, 2011, S. 4.





die sie – beim späteren Eintritt eines Verlustes – bereuen. Das Suitability-und-Appropriateness-Konzept verschiebt in diesem Sinne die Verantwortung für die Frage, ob der Anleger gewisse Risiken eingehen soll, zu einem grossen Teil auf den Berater bzw. Produktverkäufer. Dieser wird sowohl für die Feststellung der Risikofähigkeit wie auch die Anpassung der Investments an die Risikofähigkeit verantwortlich[42].

Das Schutzkonzept von Suitability and Appropriateness entspricht nicht mehr vollständig dem Bild des eigenverantwortlichen und selbständigen Kunden[43], sondern basiert letztlich auf der Annahme eines nur bedingt urteilsfähigen Anlegers – die möglichen Anlagen werden nicht mehr vom Anleger selbst bestimmt, sondern unterliegen einer «Vorauswahl» durch den Berater bzw. den Anbieter von Produkten, der die Risikofähigkeit des Kunden misst.

# D. Suitability und Appropriateness im Schweizer Recht

## 1. Keine aufsichtsrechtliche Verankerung

Das Banken- und Börsenrecht enthält keine Vorschriften über Suitability und Appropriateness. Art. 11 BEHG, in welchem die Pflichten des Banken- und Wertschriftenhändlers bei der Beratung und beim Produktvertrieb gegenüber Kunden geregelt werden[44], sieht zwar vor, dass die Kunden über die Risiken der Anlagen informiert werden müssen, auferlegt der betreffenden Person aber keine Pflicht, die Risikofähigkeit der Kunden zu überprüfen und Beratung bzw. Produktangebot dieser Risikofähigkeit anzupassen[45]. Ein individuelles Element ergibt sich aus Art. 11 BEHG nur insoweit, als gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHG die Risikoaufklärung den individuellen Erfahrungen und Kenntnissen des Kunden angepasst werden muss, sodass sichergestellt werden kann, dass dieser die Risikoaufklärung auch tatsächlich versteht[46].

42 Dirk Eichmann/Daniel Grieger, MiFID: Wie sie die Schweizer Banken dennoch betrifft, in: Schweizer Bank, 20. März 2007.

43 Vgl. Jentsch/von der Crone, 2011, S. 642 m.w.V.

44 Vgl. zu den Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten BGE 133 III 97 sowie Urs Schenker, Zwischen Marktrisiko und Haftung – das Haftungsrisiko beim Anlagegeschäft, Baker & McKenzie, 2011, S. 10, 28 ff.

45 Sandro Abegglen, «Point of Sale»-Aufklärung und Produkttransparenz – die Informationspflichten beim Anlagegeschäft der Banken, in: Peter R. Isler/Romeo Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung II, 2009, S. 61–87, S. 65 ff.

46 Emmenegger, 2009, S. 648; Geiger, 2011, S. 7.

Das schweizerische Aufsichtsrecht steht dementsprechend zurzeit auf der Basis der Eigenverantwortung des Kunden – dieser soll aufgrund einer klaren und für ihn verständlichen Information über das Risiko selbst darüber entscheiden können, ob er dieses eingehen will[47]. Wie die Erfahrung zeigt, reagieren Kunden allerdings gerade in Phasen positiver Börsenentwicklung nicht in der erwarteten Weise auf derartige Risikohinweise und gehen trotz klarer Warnung Risiken ein, die für sie ungeeignet sind bzw. deren Ausmass sie nicht vollumfänglich verstehen. Diese Erkenntnis hat die FINMA und verschiedene Politiker zur Feststellung gebracht, dass das aufsichtsrechtliche Schutzsystem lückenhaft ist. Im Rahmen des Vertriebsberichtes 2010 sieht die FINMA daher eine Verstärkung des Anlegerschutzes vor und schlägt eine Verordnung des Bundesrates vor, in der insbesondere das Suitability-Konzept verwirklicht werden soll[48]. Meines Erachtens fehlt für eine derartige Verordnung heute aber die gesetzliche Grundlage. Die Einführung eines derartigen Konzeptes könnte nicht als Konkretisierung von Art. 11 BEHG begründet werden, sondern müsste, da sie weit über die in dieser Bestimmung statuierten Informations-[49], Sorgfalts-[50] und Treuepflichten[51] hinausgeht, auf eine neue Bestimmung abgestützt werden. Konkret müsste ein zusätzlicher Absatz in Art. 11 BEHG eingefügt werden, der dem Effektenhändler vorschreibt, die Risikofähigkeit des Kunden zu eruieren und seine Tätigkeit dieser Erkenntnis anzupassen[52]. Eine derartige gesetzliche Grundlage ist meines Erachtens insbesondere deshalb notwendig, weil das Suitability-Konzept nicht nur Banken und Effektenhändlern neue Pflichten und Verantwortungen auferlegt, sondern auch die Anlagefreiheit des Kunden einengt und letztlich dem vom Parlament bei der Einführung des Börsengesetzes definierten Bild des freien und eigenverantwortlichen Kunden zuwiderläuft.

Das heutige Aufsichtsrecht reguliert im Weiteren das Verhalten von Vermögensverwaltern ausserhalb von Banken und Effektenhändlern nicht. Daher können diese Personen auf Grundlage der heutigen Gesetze nicht von Vornherein zur Prüfung von Suitability und Appropriateness verpflichtet werden. Den «freien» Vermögensverwaltern können daher derartige Pflichten nur auferlegt werden, wenn sie einer prudenziellen Aufsicht unterstellt werden, sodass ihnen überhaupt aufsichtsrechtliche Auflagen gemacht werden können[53].

47 Vgl. Jentsch/von der Crone, 2011, S. 642 m.w.V.; Geiger, 2011, S. 7.

48 FINMA-Vertriebsbericht 2010, S. 66.

49 Vgl. BSK BEHG-Bahar/Stupp, Art. 11 BEHG, N 42 ff.

50 Vgl. BSK BEHG-Bahar/Stupp, Art. 11 BEHG, N 59 ff.

51 Vgl. BSK BEHG-Bahar/Stupp, Art. 11 BEHG, N 80 ff.

52 Vgl. FINMA-Vertriebsbericht 2010, S. 67.

53 Die FINMA sieht daher eine Regelung für die Vermögensverwalter nur im Zusammenhang mit der Einführung eines Finanzmarktgesetzes vor. Vgl. dazu FINMA, Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten an Privatkunden, Bericht über die Anhörung vom 10. November 2010 bis 2. Mai 2011 zum «FINMA-Vertriebsbericht» vom Oktober 2010 («Anhörungsbericht Vertriebsregeln»), 24. Februar 2012, S. 22.





## 2. Vertragsrechtliche Verpflichtungen

Die Verpflichtung von Banken, Anlageberatern und Vermögensverwaltern zur Suitability-und-Appropriateness-Prüfung kann sich aber grundsätzlich aus vertraglicher Grundlage ergeben. Inwieweit eine derartige Pflicht besteht, hängt im heutigen Recht davon ab, in welcher Eigenschaft diese Personen dem Anleger gegenübertreten und auf welcher Rechtsgrundlage das Verhältnis zum Anleger beruht – in diesem Sinne ergeben sich unterschiedliche Pflichten, wenn eine Person einem Anleger als Vermögensverwalter, als Anlageberater, als «Execution only»-Bank oder als Produktverkäufer gegenübertritt.

### 2.1 Vermögensverwaltung

#### 2.1.1 Die vertragliche Grundlage der Vermögensverwaltung

Überträgt ein Anleger die Verwaltung von Anlagen der Bank, bei der diese Vermögenswerte deponiert sind oder einem unabhängigen Vermögensverwalter, so geht er ein Auftragsverhältnis im Sinne von Art. 394 ff. OR ein[54]. Inhalt dieses Auftragsverhältnisses ist – ganz allgemein betrachtet – die Investition des anvertrauten Vermögens in Anlageinstrumente auf Rechnung und Gefahr des Anlegers[55].

Sofern der Vermögensverwaltungsvertrag mit einem unabhängigen Vermögensverwalter und nicht mit der Bank abgeschlossen wird, bei der die betreffenden Vermögenswerte deponiert sind, entsteht durch den Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrages ein Dreiecksverhältnis zwischen Anleger, Bank und Vermögensverwalter. Zwischen dem Vermögensverwalter und dem Kunden besteht mit dem Vermögensverwaltungsvertrag ein Auftragsverhältnis, zwischen der Bank[56] und dem Kunden ein Konto- und Depotvertrag[57]. Gestützt auf diesen Konto- und Depotvertrag wird der Vermögensverwalter vom Kunden mit einer speziellen Vermögensverwaltungsvollmacht bevollmächtigt, die bei der Bank liegenden

54 BGE 124 III 155; BGE 115 II 62; BGer 4C.18/2004; BGer 4C.158/2006; BGer 4A.223/2007.

55 P. Christoph Gutzwiller, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, 2008, S. 23; P. Christoph Gutzwiller, Unsorgfältige Vermögensverwaltung, Beweislast, Haftungsausschluss und Schadensberechnung, in: AJP 1/2000, S. 57–65.

56 Vgl. zu den vertraglichen Pflichten der Bank: Claude Bretton-Chevallier, Haftung der Bank gegenüber ihren Kunden und externe Vermögensverwaltung, in: SZW 5/2003, S. 254–263, S. 260 f.; Vgl. zur Haftung der Depotbank gegenüber den Kunden: Irene Crespi-Hohl, Neue Tendenzen im Bereich der Verantwortlichkeit der Depotbank gegenüber ihrem Kunden beim Beizug eines externen Vermögensverwalters, Diplomarbeit Nachdiplomstudium Internationales Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, 2002, S. 22–48.

57 Schenker, 2011, S. 27 f.; Bretton-Chevallier, 2003, S. 255; Roberto, 2002, S. 38.

Aktiven zu verwalten, d.h., Anlageinstrumente im Namen des Anlegers zu kaufen oder zu verkaufen[58].

### 2.1.2 Suitability-Analyse im Rahmen des Auftragsverhältnisses

Zum Inhalt eines Vermögensverwaltungsauftrages gehört auch die Entwicklung einer Vermögensverwaltungsstrategie und einer entsprechenden Vermögensallokation, die in einer Anlagerichtlinie festgehalten wird und die weitere Verwaltungstätigkeit des Vermögensverwalters bestimmt[59].

Diese Entwicklung einer Anlagestrategie setzt eine Analyse der Risikofähigkeit und -bereitschaft des Kunden voraus, da nur auf dieser Basis eine fundierte Empfehlung über die Allokation der Anlagen und über die Risiken abgegeben werden kann, die im Rahmen der Vermögensverwaltung eingegangen werden sollen. Im Rahmen seiner Sorgfaltspflicht[60] muss der Vermögensverwalter daher vor der Festlegung der Anlagestrategie ein Kundenprofil erstellen und in diesem Rahmen analysieren, wie viel Risiko der Kunde objektiv betrachtet eingehen kann und wie viel Risiken er subjektiv tatsächlich eingehen will[61]. Konkret muss der Vermögensverwalter in dieser ersten Phase des Auftragsverhältnisses folgende Punkte abklären:

- **Vermögens- und Einkommensverhältnisse des Kunden**[62]
  Die Analyse muss nicht nur das verwaltete Vermögen einbeziehen, sondern das Gesamtvermögen des Kunden, da der Spielraum zur Übernahme von Risiken massgeblich durch die Zusammensetzung und die Höhe des weiteren Vermögens des Kunden beeinflusst wird. Verfügt der Kunde über ein grosses weiteres Vermögen, so ist seine Risikofähigkeit grundsätzlich grösser als in einem Fall, in dem sein Vermögen primär aus den zur Verwaltung übergebenen Mitteln besteht. In letzterem Fall haben die Schwankungen des verwalteten Vermögens einen wesentlich grösseren Einfluss auf die gesamte Vermögenslage des Kunden als bei einem hohen übrigen Vermögen, sodass der Kunde bei entsprechenden Verlusten allenfalls sogar Probleme hat, seine Lebenshaltungskosten zu decken und seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Überdies wird die Anlagestrategie für das zur Verwaltung übergebene Vermögen auch durch die Anlage des übrigen Vermögens beeinflusst. Ist das übrige Vermögen stabil – z.B. in Liegenschaften und Obligationen angelegt – so ist die Risikofähigkeit beim verwalteten Vermögen wesentlich grösser als in dem Fall, in dem das übrige Vermögen grossen Risiken ausgesetzt ist[63] und das verwaltete Vermögen daher praktisch die «eiserne Reserve» des Anlegers darstellen soll. Unabhängig von der Risikolage hat die Zusammensetzung des übrigen Vermögens aber auch deshalb Einfluss auf die Vermögensverwaltungsstrategie, weil der sorgfältige Vermögensverwalter nicht nur die Diversifikation des ihm zur Verwaltung übergebenen Vermögens als Ziel betrachtet, sondern auf die gesamte Diversifikation des Vermögens achtet und daher versuchen wird, mit der richtigen Anlage zu einer vernünftigen Gesamtanlage des Vermögens beizutragen[64].

  Ebenso wichtig wie das Gesamtvermögen ist aber auch das Einkommen des Kunden, da dieses ebenfalls die Risikofähigkeit des Anlegers beeinflusst. Je höher das Einkommen ist und je weniger der Anleger zur Deckung seiner laufenden Ausgaben auf sein Vermögen zurückgreifen muss, desto grösser ist seine Risikofähigkeit. Dabei muss allerdings auch beachtet werden, wie lange ein Einkommen aufrechterhalten werden kann, da sich die Situation bei einer Pensionierung oder einer frühzeitigen Aufgabe der Erwerbstätigkeit stark ändert.

- **Liquiditätsbedürfnisse des Kunden**[65]
  Die Frage, in welchem Zeitraum der Kunde die zur Verwaltung anvertrauten Mittel für Ausgaben oder spezifische Investitionen[66] benötigt, ist für seinen Anlagehorizont und damit auch für die Risikofähigkeit wesentlich. Je länger der Anleger die zur Verfügung gestellten Mittel nicht benötigt und je weiter deshalb sein Anlagehorizont ist, desto grösser ist aus objektiver Betrachtung seine Risikofähigkeit. Da das Eingehen grösserer Risiken nur über längere Zeit mit einigermassen gesicherter Wahrscheinlichkeit auch tatsächlich zu besseren Renditen führt, ist ein entsprechend weiter Anlagehorizont sogar unabdingbare Voraussetzung für jede risikoreiche Investition. Benötigt ein Kunde dagegen innert relativ kurzer Frist das verwaltete Geld oder einen Teil davon für wichtige Ausgaben, so spricht dies klar gegen seine Risikofähigkeit, da dem Kunden das benötigte Geld fehlen würde, wenn sich Risiken realisieren. Besonders problematisch sind die Verhältnisse dann, wenn kein weiteres Vermögen und keine Einkünfte zur Bestreitung der betreffenden Ausgaben zur

58 Jentsch/von der Crone, 2011, S. 639, 643; beispielhaft: BGE 137 III 261.
59 Vgl. Schenker, 2011, S. 7 f. m.w.V.
60 Vgl. BSK BEHG-Bahar/Stupp, Art. 11 BEHG, N 59 ff.
61 BGer 4C.68/2007, E. 7.2; vgl. Emch/Renz/Arpagaus, 2010, S. 458 ff.; Urs Philipp Roth, Aufklärungspflichten im Vermögensanlagegeschäft der Banken, in: Bruno Gehrig/Ivo Schwander (Hrsg.), Banken und Bankenrecht im Wandel, Festschrift für Beat Kleiner, 1993, S. 1–39, S. 5, 33; Schaller, 2012, S. 58.
62 Vgl. Roberto, 2002, S. 42 m.w.V.
63 Z.B., wenn es primär aus Aktien neu gegründeter Gesellschaften besteht.
64 Besteht das übrige Vermögen hauptsächlich aus Liegenschaften, wird der Vermögensverwalter vernünftigerweise keine weiteren Anlagen in diesem Bereich, wie z.B. Immobilienfonds, hinzufügen. Besteht es dagegen vornehmlich aus industriellen Beteiligungen, sind beim verwalteten Vermögen dagegen Anlagen in Immobilienfonds und ähnlichen Bereichen angezeigt.
65 Vgl. Abegglen, 2007, S. 79 f. m.w.V.
66 Investition zum Erwerb von Wohneigentum oder eines Betriebs, etc.

Verfügung stehen. In diesem Sinne ist z.B. die Situation bei einem Rentner kritisch, der das verwaltete Vermögen und dessen Erträge für die Bestreitung seines Lebensunterhaltes benötigt – während Gewinne nur zu einer marginalen Verbesserung des Lebensstandards führen würden, können Verluste massive Einschränkungen zur Folge haben.

- **Risikobereitschaft des Kunden**[67]
  Neben der objektiven Risikofähigkeit ist auch die subjektive Risikobereitschaft des Kunden wesentlich[68]. Wenn sich der Kunde mit dem Gedanken möglicher Verluste nicht anfreunden kann, so sollte auch bei objektiv bestehender Risikofähigkeit keine risikobehaftete Strategie verfolgt werden, da diese zu Enttäuschungen und entsprechenden Belastungen des Verhältnisses zum Vermögensverwalter führt.

  Problematisch ist es allerdings, wenn ein Kunde eine Risikobereitschaft an den Tag legt, die über seine objektive Risikofähigkeit hinausgeht, und auf dieser Basis Anlagen mit erhöhtem Risiko verlangt[69]. In dieser Situation muss der Vermögensverwalter den betreffenden Kunden abmahnen, wobei die Abmahnung insbesondere dann drastisch sein muss, wenn der Kunde die entsprechenden Mittel für seinen Lebensunterhalt benötigt und sie mit einer risikobeladenen Strategie aufs Spiel setzt[70].

  Die Praxis zeigt leider, dass die Risikobereitschaft der Kunden starken Schwankungen unterliegt. Typischerweise entwickelt sich die Risikobereitschaft prozyklisch – in Haussephasen tritt das Risikobewusstsein in den Hintergrund, was dazu führt, dass Kunden grosse Risikobereitschaft an den Tag legen, während sie in Baissephasen von Panik angesteckt jedes Risiko vermeiden wollen und dementsprechend zum Teil auch Einzelanweisungen geben, die eine langfristige risiko- und ertragsorientierte Strategie durchkreuzen können[71].

Wenn der Vermögensverwalter in der ersten Phase seines Mandates die Risikofähigkeit und -bereitschaft des Kunden analysiert, obliegt es dem Kunden, den Vermögensverwalter offen und wahrheitsgetreu zu informieren, da der Auftraggeber dem Beauftragten alle Informationen zur Verfügung stellen muss, die dieser für

67 Vgl. Krebs, 2011, S. 934 ff.; ebenfalls: Schenker, 2011, S. 22 f.; Jentsch/von der Crone, 2011, S. 647; Emch/Renz/Arpagaus, 2010, S. 458 ff.

68 Vgl. BGer 4C.158/2006, E. 3.3; BGer 4C.68/2007, E. 7.2.

69 Gutzwiller, 2008, S. 31 f.; erfahrungsgemäss ergeben sich derartige Situationen vor allem in Haussephasen, in denen das Risikobewusstsein ganz allgemein schwindet.

70 Abegglen, 2007, S. 79; BGer 4C.68/2007, E. 7.1.

71 Typischerweise werden die Aktienquoten immer im Tiefpunkt der Baisse reduziert.





die Erfüllung seines Auftrages benötigt[72]. Macht der Kunde falsche Angaben, die zu einer unrichtigen Beurteilung seiner Risikofähigkeit führen, weil er z.B. aus falschem Stolz ein zu hohes Gesamtvermögen oder Einkommen angibt, so führt dies zwangsläufig zu einer falschen Vermögensverwaltungsstrategie, da bei der Allokation der Anlagen ein zu hohes Risiko gewählt wird[73]. Damit der Vermögensverwalter nachweisen kann, welche Informationen er von seinen Kunden erhalten hat, empfiehlt es sich, die Angaben des Kunden in einem Gesprächsprotokoll festzuhalten und dieses vom Kunden unterzeichnen zu lassen[74].

Die Abklärung von Risikofähigkeit und -bereitschaft darf nicht entfallen, wenn der Kunde selbst mit einer klaren Vorstellung über die Anlagestrategie an den Vermögensverwalter herantritt[75]. In diesem Fall muss dieser als fachmännischer Beauftragter abklären, ob die vom Kunden gewählte Anlagestrategie tatsächlich seiner Risikofähigkeit und -bereitschaft entspricht, wofür auch in diesem Fall die oben dargestellte Analyse notwendig ist[76]. Auf dieser Basis muss der Vermögensverwalter dann die vorgeschlagene Strategie kritisch beurteilen und, falls er Diskrepanzen zwischen der vom Kunden vorgeschlagenen Strategie und der Risikofähigkeit bzw. -bereitschaft des Kunden feststellt, diesen abmahnen und ihm eine andere, aus Sicht dieser Faktoren besser geeignete Strategie empfehlen[77].

### 2.1.3 Strategievorschlag und Risikoaufklärung

Aufgrund der Schlussfolgerungen, die der Vermögensverwalter bezüglich Risikofähigkeit und -bereitschaft seines Kunden zieht, muss er eine Anlagestrategie entwickeln, die diesen Gegebenheiten angepasst ist. Er muss dementsprechend eine Verteilung des verwalteten Vermögens[78] vorsehen, die bei der gegebenen Risikofähigkeit und Bereitschaft des Kunden zu einer maximal möglichen Rendite führt. Die Wahl der richtigen Strategie ist allerdings keine exakte Wissenschaft – einerseits gibt es bei der Beurteilung des Risiko-/Renditeprofils von Anlageinstrumenten schon einen relativ breiten Ermessenspielraum, andererseits

72 Wolfgang Wiegand, Die Finanzmarktkrise und die Informations- und Beratungspflicht im Bankgeschäft, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, 2009, S. 627–642, S. 639.

73 Roberto, 2002, S. 46 f. m.w.V.

74 Vgl. Emch/Renz/Arpagaus, 2010, S. 461.

75 Gemäss Bundesgericht dient die Risikoaufklärung dem Ausgleich der Informationsdefizite des Anlegers und verfolgt keinen Selbstzweck, vgl. BGE 137 III 261, E. 3.3.

76 Vgl. zur Verantwortung des Vermögensverwalters in diesem Zusammenhang Jentsch/von der Crone, 2011, S. 651, Fn. 115, S. 652.

77 Abegglen, 2009, S. 79 f.; Gritli Ryffel, Zur Verantwortlichkeit des Finanzplaners, in: Bernhard Isenring (Hrsg.), Schutz und Verantwortung: Liber amicorum für Heinrich Honsell, 2007, S. 161-167, S. 165; BGer 4C.68/2007, E. 7.1.

78 Asset Allocation.

eröffnet aber auch die Frage, welche Anlagestrategie für eine bestimmte Risikofähigkeit und -bereitschaft richtig ist, ein weites Feld des Ermessens[79]. Daher arbeiten verschiedene Experten beim gleichen Kunden zum Teil auch sehr unterschiedliche Anlagevorschläge bzw. Anlagerichtlinien aus, ohne dass behauptet werden kann, dass einzelne absolut falsch sind.

Im Rahmen seiner Treuepflicht[80] hat der sachverständige Beauftragte die Pflicht, den Auftraggeber über Risiken aufzuklären, die sich aus dem Vorgehen des Beauftragten ergeben können. Der Vermögensverwalter hat daher aufgrund von Art. 398 OR den Anleger über die Risiken aufzuklären, die mit der von ihm empfohlenen Anlagestrategie verbunden sind, bevor diese festgelegt und umgesetzt wird[81]. Nach der Gerichtspraxis darf der Vermögensverwalter bei dieser Risikoaufklärung nicht nur auf Standardinformationen über einzelne Anlageinstrumente hinweisen, sondern muss die mit der konkret empfohlenen Anlagestrategie verbundenen Risiken erklären. Er muss die Formulierung der Risikoaufklärung insoweit den Erfahrungen und Vorkenntnissen des betreffenden Anlegers anpassen[82] und muss den Anleger in einer Weise informieren, dass dieser die Risiken tatsächlich versteht[83]. An die Risikoaufklärung müssen vor allem dann hohe Ansprüche gestellt werden, wenn der Vermögensverwalter eine Strategie vorschlägt, die mit grossen Risiken verbunden ist und über die Instrumente des «normalen» Anlagesortiments hinausgeht, weil der Vermögensverwalter Anlagen in Derivaten, Emerging Markets, Hedge Funds oder illiquiden Werten vorgesehen hat[84]. Die Finanzkrise 2008/2009 hat gezeigt, dass gerade bei komplexen Instrumenten die Risiken für den Anleger nicht leicht zu erkennen sind und dass deshalb der Aufklärungsbedarf entsprechend gross ist[85]. Insbesondere in derartigen Situationen hilft letztlich nur, wenn der Vermögensverwalter ganz konkret die möglichen Verluste, die sich in Anbetracht der historischen Kursschwankungen der betreffenden Anlageinstrumente ergeben können, darstellt und so dem Kunden den möglichen Verlust beziffert[86].

Da Kunden sich bei späteren Problemfällen und Prozessen manchmal nicht mehr genau an die Risikoaufklärung erinnern können oder wollen, empfiehlt es sich,

79 Roth, 1993, S. 10, 11 ff.

80 BSK BEHG-Bahar/Stupp, Art. 11 BEHG, N 80 ff.

81 Wiegand, 2009, S. 634; Schenker, 2011, S. 10, 23.

82 BGE 124 III 155; vgl. Art. 8 Ausführungsbestimmung 22 der Standesregeln VSV.

83 BGE 119 II 333; vgl. Art. 11 Abs. 2 BEHG.

84 Ryffel, 2007, S. 165; BGE 124 III 155.

85 Vgl. Schenker, 2011, S. 23; Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 28. September 2005, Ziff. 21 ff.; FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010, S. 4.

86 Es obliegt dem Vermögensverwalter, sich über den Wissenstand des Kunden zu informieren, so dass er die Information tatsächlich verständlich formulieren kann; vgl. Jentsch/von der Crone, 2011, S. 651.





dem Kunden eine Zusammenfassung der Risikoaufklärung zusammen mit der Anlagestrategie zu übergeben und das entsprechende Dokument auch gegenzeichnen zu lassen. Die Erfahrung zeigt, dass nur bei einem derartigen Vorgehen in einem Prozess tatsächlich nachgewiesen werden kann, dass es zu einer Einigung über die Anlagestrategie kam und dass der Anleger seine Entscheidung auch auf der Basis einer vollumfänglichen Risikoaufklärung traf[87].

Der Vermögensverwalter muss auch dann den Kunden über die Risiken aufklären, wenn der Kunde selbst die Risikoallokation vorgeschlagen hat[88]. Auch in diesem Fall ist der Vermögensverwalter aufgrund seines Wissensvorsprungs als sachverständiger Beauftragter verpflichtet, den Kunden über die entsprechenden Risiken aufzuklären[89], und er muss diesen Kunden entsprechend abmahnen, falls die Risiken, die er eingeht, über die vom Vermögensverwalter festgestellte Risikofähigkeit bzw. -bereitschaft des Kunden hinausgeht[90]. Erklärt ein Kunde dem Vermögensverwalter z.B., dass er primär Kapitalerhaltung wünscht und sich aufgrund seiner familiären Verpflichtungen und unsicheren Berufsaussichten keine Verluste leisten kann, gleichzeitig aber eine Anlagestrategie mit 80% Aktien und 20% Derivaten vorschlägt, ist eine entsprechende Abmahnung geboten.

Der oben dargestellte Prozess der Risikoabklärung und die darauf basierende Vereinbarung von Anlagerichtlinien muss jedes Mal wiederholt werden, wenn die Anlagestrategie bzw. die Anlagerichtlinie geändert werden soll, da diese Änderungen auch die Risikosituation verändern.

### 2.1.4 Suitability oder vereinbarte Anlagestrategie als Massstab der Vermögensverwaltungstätigkeit?

In einzelnen Fällen kann es vorkommen, dass die mit den Kunden vereinbarte Anlagestrategie nicht mit der vom Vermögensverwalter eruierten Risikofähigkeit und -bereitschaft des Kunden übereinstimmt. Kommt es in einer derartigen Situation zu Verlusten, so kann man sich die Frage stellen, ob der Vermögensverwalter seine vertraglichen Verpflichtungen auch dann verletzt hat und schadenersatzpflichtig wird, wenn er die vereinbarten Anlagerichtlinien eingehalten hat[91].

Nach der Gerichtspraxis richtet sich die Tätigkeitspflicht und Verantwortung des Vermögensverwalters allein nach der mit dem Kunden vereinbarten Anlagestra-

87 Vgl. Roberto, 2002, S. 45 f.; Schenker, 2011, S. 40.

88 Wie vorne in Ziff. D.2.1.2 dargestellt, kann es der Vermögensverwalter aber nicht nur bei der Risikoaufklärung bewenden lassen; er muss vorgängig auch die Risikofähigkeit und -bereitschaft des Kunden abklären, um festzustellen, ob die betreffende Strategie den Bedürfnissen des Kunden angemessen ist.

89 BGer 4C.68/2007, E. 7.1; vgl. BGE 133 III 97, E. 7.1.2.

90 Abegglen, 2009, S. 79 f.; Ryffel, 2007, S. 165.

91 Vgl. Ryffel, 2007, S. 166.

tegie bzw. den konkret vereinbarten Anlagerichtlinien, selbst wenn diese von der vom Vermögensverwalter erfassten Risikofähigkeit des Kunden abweichen[92]. In diesem Sinne geht die mit dem Kunden vereinbarte konkrete Tätigkeitspflicht der allgemeinen Pflicht zur Suitability-Analyse vor.

In derartigen Fällen kann der Kunde höchstens dann Ansprüche stellen, wenn er über die Risiken, die mit der konkret vereinbarten Anlagestrategie verbunden sind, nicht in genügender Weise aufgeklärt worden ist. Umgekehrt bedeutet dies aber auch, dass der Vermögensverwalter nicht angreifbar ist, wenn er seine Tätigkeit nach einer mit dem Kunden vereinbarten Anlagestrategie ausrichtet und den Kunden vollumfänglich über die Risiken informiert hat, die von einer derartigen Strategie ausgehen können – unabhängig davon, ob Anlagestrategie und -allokation für den Kunden bzw. dessen Risikofähigkeit und -bereitschaft tatsächlich geeignet war[93].

Dies führt letztlich zur Erkenntnis, dass die oben dargestellte Suitability-Analyse, die von der Erfassung der Risikofähigkeit und Risikobereitschaft des Kunden ausgeht, nur eine auftragsrechtliche Nebenpflicht darstellt, die der optimalen Vorbereitung einer Anlagestrategie dient[94]. Die Suitability-Analyse wird dann aber allein durch die vertragliche Vereinbarung von Anlagestrategie bzw. Anlagerichtlinien «überholt» und hat mindestens dann keine Bedeutung mehr, wenn der Kunde in Anbetracht einer klaren Risikoaufklärung bewusst eine Anlagestrategie bzw. -richtlinie vereinbart hat, selbst wenn diese dem vom Vermögensverwalter festgestellten Risikoprofil nicht entsprechen sollte. Dieses Ergebnis ist aus auftragsrechtlicher Sicht richtig:

- Der Kunde kann im Rahmen seiner Privatautonomie auch Lösungen treffen, die für ihn aus objektiver Sicht nicht geeignet sind – jede Person ist letztlich in ihren Entscheidungen frei, muss aber auch die Konsequenzen ihrer Entscheidung tragen. Wesentlich ist, dass der Entscheid nach entsprechender Abmahnung bzw. Risikoaufklärung durch den fachmännischen Auftragnehmer bewusst gefällt wird. Ein derartiger bewusster Entscheid kann nicht einfach durch ein Gericht revidiert werden[95].
- Wenn der Vermögensverwalter aufgrund der Risikofähigkeit und -bereitschaft des Kunden eine Anlagestrategie bestimmen muss, hat er einen breiten Ermessensspielraum. Daher ist der Rückgriff auf eine «theoretisch richtige»

92 BGer 4C.158/2006, E. 3.3.2.

93 Vgl. Ryffel, 2007, S. 165; Jentsch/von der Crone, 2011, S. 651 f.

94 Vgl. Jentsch/von der Crone, 2011, S. 646 m.w.V.; BGE 119 II 333. Kritisch gegenüber der Qualifikation von Informationsvermittlungspflichten als Nebenpflichten: Gutzwiller, 2008, S. 88 f.; Thomas Steininger/Hans Caspar von der Crone, Beratungsauftrag und Aufklärungspflichten, in: SZW 2/2009, S. 140–151, S. 143.

95 Vgl. Ryffel, 2007, S. 167.





Anlagestrategie von vorneherein äusserst schwierig. Das Gericht kann sein Ermessen in diesem Sinne nicht einfach anstelle des Ermessens der Parteien setzen, die sich auf eine bestimmte Strategie geeinigt haben[96].

### 2.1.5 Die Umsetzung der vereinbarten Anlagestrategie

Wenn Vermögensverwalter und Kunde eine Vereinbarung über die Anlagestrategie bzw. die Allokation der zur Verwaltung übergebenen Mittel auf einzelne Anlagekategorien getroffen haben, besteht die primäre Pflicht des Vermögensverwalters in der richtigen Umsetzung dieser Strategie[97]. Dies bedeutet, dass er Anlageinstrumente so auswählen muss, dass sie tatsächlich der vereinbarten Strategie entsprechen und auch die Wertentwicklung verfolgen muss, um das Portefeuille anzupassen, falls sich die prozentuale Zusammensetzung der einzelnen Anlagekategorien aufgrund von Kursverschiebungen so verändert, dass die vereinbarte Anlagestrategie nicht mehr eingehalten wird[98]. Im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie muss der Vermögensverwalter die Appropriateness bzw. Eignung der von ihm ausgewählten Anlagen nur insoweit prüfen, als die betreffenden Investitionen tatsächlich der vereinbarten Verteilung der Anlagen entsprechen müssen. Die Einhaltung der Anlagestrategie tritt damit letztlich anstelle einer Eignungsprüfung, die in die individuellen Anlageinstrumente im Rahmen der Vermögensverwaltung investiert wird[99].

Bei den einzelnen Anlagen muss der Vermögensverwalter den Kunden auch nicht mehr auf die mit der betreffenden Anlage verbundenen Risiken hinweisen, da der Kunde den Vermögensverwalter im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie ausdrücklich ermächtigt hat, selbst Anlageentscheide zu treffen. In diesem Sinne tritt der Risikohinweis bezüglich der Anlagestrategie damit anstelle der individuellen Risikowarnung[100].

96 Ryffel, 2007, S. 165 f.

97 Schaller, 2012, S. 58 f.; Jentsch/von der Crone, 2011, S. 653; Ryffel, 2007, S. 165 f.

98 Ist im Rahmen der Anlagestrategie z.B. eine Anlage von maximal 40% in Aktien vorgesehen worden, so kann ein grosser Kursanstieg der Aktien dazu führen, dass diese Maximalgrenze überschritten wird, was dann ein entsprechendes «Rebalancing», d.h., einen Verkauf von Aktien und eine Investition in andere, gegenüber der Strategie untervertretene Anlagekategorien, notwendig macht. Vgl. Geiger, 2011, S. 13.

99 Vgl. Jentsch/von der Crone, 2011, S. 650, Fn. 101.

100 Emch/Renz/Arpagaus, 2010, S. 464.

## 2.2 Anlageberatung

### 2.2.1 Auftragsrecht als Basis der Anlageberatung

Im Rahmen der Anlageberatung entscheidet der Kunde selbst über seine Anlagen und nimmt die entsprechenden Dispositionen selbständig vor. Er lässt sich dabei aber von den Ratschlägen eines professionellen Beraters leiten[101].

Das Beratungsverhältnis kann auf einem selbständigen Beratungsvertrag zwischen dem Kunden und seinem Berater beruhen. In diesem Falle liegt ein Auftragsverhältnis vor[102], dessen Inhalt die Beratung bei Anlageentscheiden gegen entsprechende Gebühr ist. Zum Teil ist die Anlageberatung aber Teil der Gesamtleistung einer Bank, die für die Beratung keine Gebühr erhebt, sondern diese Dienstleistung als Teil eines Dienstleistungspakets erbringt, die zusammen mit den diesbezüglichen banktechnischen Leistungen durch Depot- und Transaktionsgebühren abgegolten wird. Zum Teil entstehen derartige Beratungsverhältnisse zwischen Kunde und Bank auch konkludent durch dauernde Übung – der Kunde gelangt jeweils an seinen Betreuer, bevor er einen Auftrag platziert, und fragt diesen um dessen Meinung oder lässt sich zum Teil auch Vorschläge für neue Anlagen geben[103]. Eine derartige in eine Bankbeziehung eingebettete Beratung kann nicht als «unentgeltlicher» Rat ohne vertragliche Rechtsgrundlage und stark eingeschränkte Haftungsfolgen betrachtet werden. Da die Gesamtdienstleistung aus Beratung und Transaktions- bzw. Depotgebühren für die Bank profitabel ist, muss die Beratung auch in diesem Bereich als entgeltliche Dienstleistung betrachtet werden, die auftragsrechtlichen Regeln folgt. In der Praxis zeigt diese Art der Beratung ihren Dienstleistungscharakter auch dadurch, dass Tranksaktions- und Depotgebühren bei Banken und Wertpapierhändlern, die dem Kunden persönliche Beratung bieten, wesentlich höher sind als bei internetbasierten Discountbrokern, deren Geschäftsmodell jede individuelle Beratung ausschliesst[104].

Der entgeltliche und auf einem Vertrag beruhende Ratschlag des Anlageberaters unterscheidet sich vom unentgeltlichen Rat, den Bekannte oder Finanzjournalisten erteilen – diesen Ratschlägen liegt keine vertragliche Beziehung zugrunde, weshalb auch keine auftragsrechtlich begründeten Ansprüche betreffend Sorg-

101 Abegglen, 2009, S. 81 f.; Thomas Gross, Fehlerhafte Vermögensverwaltung – Klage des Anlegers auf Schadenersatz, in: AJP 2/2006, S. 161–168, S. 162; Eric Sibbern/Hans Caspar von der Crone, Genehmigungsfiktion und Nebenpflichten des Bankkunden, in: SZW 1/2006, S. 70–78, S. 71 f.; Urs Bertschinger, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss. St. Gallen, 1991, S. 2, 5.

102 Vgl. Roth, 1993, S. 12 f.

103 Roth, 1993, S. 26; vgl. zum konkludenten Beratungsvertrag: Steininger/von der Crone, 2009, S. 143 m.w.V.; Gutzwiller, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, 2008, S. 30.

104 Häufig wird bei derartigen «Full service»-Banken und -Brokern ja auch die Beratungsdienstleistung in der Werbung ausdrücklich hervorgehoben.





falts- und Treuepflicht gestellt werden können. Allfällige Ansprüche gegen derartige Dritte können sich nur nach Art. 41 OR richten, was im Allgemeinen nur bei vorsätzlichen Täuschungen bzw. Marktmanipulationen eine Anspruchsgrundlage ergibt[105].

### 2.2.2 Suitability-Prüfung als Pflicht des Anlageberaters

Genau wie der Vermögensverwalter hat auch der Anlageberater aufgrund des Auftragsverhältnisses eine Sorgfalts- und Treuepflicht gegenüber dem Kunden, d.h., er muss dessen Interessen wahren und bei der Beratung sorgfältig vorgehen, was bedeutet, dass er die Sorgfalt anwenden muss, die von einem durchschnittlichen, professionellen Anlageberater in ähnlicher Situation erwartet werden kann[106].

Eine sorgfältige Beratung eines Kunden ist nur möglich, wenn der Berater die Bedürfnisse des Kunden kennt. Dazu muss er insbesondere dessen Risikofähigkeit und -bereitschaft kennen, da nur auf dieser Basis vernünftige Ratschläge möglich sind[107].

Der Anlageberater muss daher bei der Aufnahme seiner Tätigkeit die Risikofähigkeit und -bereitschaft seines Kunden in der oben in Ziff. D.2.1.2 dargestellten Weise analysieren und seine Ratschläge auf diese Situation ausrichten[108]. Die Erfahrung zeigt, dass Anlageberater, die bewusst eine Mandatsbeziehung eingehen, zu Beginn ihrer Beratungstätigkeit meist auch tatsächlich die entsprechenden Analysen vornehmen, um so eine Basis für ihre Tätigkeit zu erarbeiten. Probleme gibt es in der Praxis dagegen oft, wenn ein Beratungsverhältnis – wie oben dargestellt – durch konkludentes Handeln entsteht[109]. In diesen Fällen, in denen der Kundenberater mehr oder weniger unbewusst in die Position des auftragsrechtlich gebundenen Anlageberaters gerät, werden Risikobereitschaft und -fähigkeit des Kunden oft nicht analysiert, weshalb auch kein klares Beratungskonzept erstellt wird, das dem Berater erlauben würde, seine Ratschläge den Bedürfnissen des Kunden anzupassen.

105 Vgl. Roth, 1993, S. 15 f.

106 BGer 4A.223/2007, E. 6.1; Christian Thalmann, Die Sorgfaltspflicht der Bank im Privatrecht, insbesondere im Anlagegeschäft, in: ZSR 113/1994, S. 158–248, S. 193.

107 Schenker, 2011, S. 38.

108 Vgl. BGer 4C.158/2006, E. 3.3; BGer 4C.68/2007, E. 7.2.; ebenso: Krebs, 2011, S. 934 ff.; Emch/Renz/Arpagaus, 2010, S. 458 ff.; Schenker, 2011, S. 22 f.

109 Vgl. Steininger/von der Crone, 2009, S. 143 m.w.V.; Gutzwiller, 2008, S. 30; zur Festlegung des Inhalts der Beratung bzw. Abmahnpflichten im Fall einer konkludent vereinbarten Anlageberatung: BGE 133 III 97; BGer 4C.68/2007.

### 2.2.3 Ratschlag und Risikohinweis

Die auftragsrechtliche Treuepflicht verpflichtet auch den Anlageberater, auf die mit seinen Ratschlägen verbundenen Risiken hinzuweisen. Dieser Risikohinweis muss gemäss den in Ziff. D.2.1.3 oben dargestellten Grundsätzen so formuliert sein, dass er für den Kunden verständlich ist, sodass dieser das Risiko, das er mit der betreffenden Anlage eingeht, versteht[110].

Weil die Beratungsleistung mit jedem einzelnen Ratschlag immer wieder von neuem erbracht wird, wäre in der Einzelbetrachtung bei jedem Rat auch immer wieder ein Risikohinweis notwendig. Da der Anlageberater aber davon ausgehen kann, dass der Kunde die Risikowarnungen nicht vergisst, kann sich der Berater darauf beschränken, bei jedem Instrument einmal, d.h., beim Beginn der Beratungstätigkeit oder aber beim ersten Einsatz des betreffenden Anlageinstruments, auf die damit verbundenen Risiken hinzuweisen. Um klare Verhältnisse zu schaffen, empfiehlt es sich deshalb, den Kunden zu Beginn einer Beratungsbeziehung unmittelbar nach der Besprechung der Anlagestrategie und der Anlageinstrumente, die der Kunde zur Anwendung bringen will, über die Risiken zu orientieren, die mit den betreffenden Anlageinstrumenten verbunden sind[111]. Nach diesem ersten allgemeinen Risikohinweis, der zur gegenseitigen Beweissicherung schriftlich erfolgen und auch gegengezeichnet werden sollte, drängt sich bei einzelnen Ratschlägen nur dann ein neuerlicher Risikohinweis auf, wenn neue Instrumente verwendet werden, der Kunde sich nach dem Risiko, das mit einzelnen Instrumenten verbunden ist, erkundigt oder erkennbar ist, dass der Kunde trotz der früher erfolgten Aufklärung das Risiko nicht verstanden hat[112].

Auch beim Anlageberater ist es irrelevant, ob die Initiative für eine bestimmte Transaktion vom Berater ausgeht, indem er dem Kunden eine Empfehlung abgibt oder ob der Kunde selbst mit einer bestimmten Idee an den Anlageberater herantritt und diesen nach seiner Meinung fragt – auch in diesem Fall, der gerade bei einer Beratungsbeziehung, die in eine Depot- und Kontoverbindung eingebettet ist, häufig vorkommt, muss der Anlageberater als sachverständiger Auftragnehmer den Kunden vor Risiken warnen und ihn entsprechend abmahnen, wenn ein Risiko in Anbetracht der Risikofähigkeit und -bereitschaft des Kunden unangemessen erscheint[113].

110 Jentsch/von der Crone, 2011, S. 650 f.; Schenker, 2011, S. 42.
111 Vgl. Jentsch/von der Crone, 2011, S. 650, insbesondere Fn. 101; Abegglen, 2009, S. 77.
112 Geiger, 2011, S. 9 m.w.V.
113 Abegglen, 2009, S. 79 f.; Ryffel, 2007, S. 165; BGer 4C.68/2007, E. 7.1.





### 2.2.4 Das Verhältnis zwischen Suitability-Analyse und Risikowarnung

Befolgt der Kunde einen Rat nach einer korrekten Risikowarnung, so kann er dem Anlageberater nicht vorwerfen, dass der betreffende Rat gar nicht seinem Risikoprofil entsprochen hätte. Mit seinem Entscheid, nach einer entsprechenden Risikoaufklärung ein bestimmtes Investment zu machen, übernimmt der Kunde die Verantwortung für die betreffende Anlage selbst[114]. Analog zu den Verhältnissen bei der Vermögensverwaltung entspricht es dem Prinzip der Privatautonomie, aber auch auftragsrechtlichen Grundsätzen, dass der Kunde aufgrund des Risikohinweises selber abschätzen muss, ob die Anlage tatsächlich seinen Bedürfnissen und seiner Risikobereitschaft entspricht. Damit ist die Suitability-Analyse auch im Bereich der Anlageberatung ein notwendiger Schritt zur Vorbereitung der Leistung des Beraters, weil sie ihm ermöglicht, seine Risikohinweise adressatengerecht zu gestalten[115]. Wenn die Beratungsleistung aber sorgfältig und mit entsprechendem Risikohinweis erbracht wird, hat die Suitability Analyse zivilrechtlich keine Bedeutung mehr. Ein Anspruch des Kunden kann sich nur ergeben, wenn entweder der Rat unsorgfältig war oder aber der Berater seine Aufklärungspflicht vernachlässigte[116].

## 2.3 Pflichten im Rahmen einer «Execution only»-Beziehung

### 2.3.1 «Execution only» oder überlagertes Beratungsverhältnis?

Fällt der Kunde einer Bank bzw. eines Effektenhändlers seine Kaufs- und Verkaufsentscheide selbst, d.h. überträgt er kein Vermögensverwaltungsmandat an die Bank und begründet er auch kein Beratungsverhältnis mit dieser, so wird diese bei der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen als reiner Kommissionär tätig. In diesem Fall ergeben sich ihre Pflichten aus den Regeln über Kommissionsverträge[117]. Diese reine «Execution only»-Funktion ist aber praktisch nur bei Discountbrokern zu beobachten, die bewusst jede weitere Dienstleistung ausschliessen. Am klarsten zeigt sich dies in den Fällen, in denen der Kunde seine Aufträge selbst im EDV-System der Bank aufgibt und damit allein schon das Businessmodell der Bank jede individuelle Beratung unterbindet.

Das Kommissionärsverhältnis wird in der Praxis allerdings sehr häufig durch ein Beratungsverhältnis überlagert. Dieses entwickelt sich vor allem bei Banken, die als «full service broker» tätig sind, und bei denen sich Kundenberater intensiv um die Kunden kümmern und deren Aufträge mündlich entgegennehmen. Indizien

114 Vgl. Sibbern/von der Crone, 2006, S. 71 m.w.V.
115 Vgl. BGE 133 III 97, E. 5.4; BGE 124 III 155, E. 3a; BGer 4C.68/2007, E. 7.1.
116 Vgl. zur Aufklärungspflicht BGer 4C.68/2007, E. 7.1 sowie Steininger/von der Crone, 2009, S. 141 f.
117 Emmenegger, 2009, S. 646 m.w.V.; FINMA-Vertriebsbericht 2010, Anhänge, S. 11; BGE 133 III 97, E. 7.1.2; Jentsch/von der Crone, 2011, S. 642.

für eine derartige überlagerte Beratung sind neben den Gebühren, die deutlich über den Gebühren von Discount-Brokern ohne zusätzliche Dienstleistungen liegen, häufig auch eine Werbung, welche die betreffenden Beratungsdienstleistungen in den Vordergrund stellt.

### 2.3.2 Suitability und Risikoaufklärung bei «Execution only»

Soweit das Konto- und Depotverhältnis durch kein Beratungsverhältnis überlagert wird, d.h. tatsächlich ein reines «Execution only»-Verhältnis besteht, haben Banken auch auf vertragsrechtlicher Basis keine Pflicht, im Rahmen einer Suitability-Analyse Risikofähigkeit und -bereitschaft des Kunden abzuklären[118]. Sie können sich auch in privatrechtlicher Hinsicht auf die Informationspflichten[119] im Sinne von Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG beschränken, d.h. müssen den Kunden vor der Abwicklung von Börsentransaktionen über die Risiken der betreffenden Anlage informieren. Die Information ist dabei gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHG dem konkreten Wissen und der Geschäftserfahrung des Kunden anzupassen. Sie kann aber auch in standardisierter Form erfolgen – wie z.B. durch die Abgabe einer Broschüre[120] – solange die betreffende Publikation so formuliert ist, dass sie tatsächlich vom Kunden verstanden wird, was bedingt, dass derartige allgemeine Risikohinweise auf Kunden mit unterdurchschnittlichen Kenntnissen ausgerichtet sind. Im Rahmen der «Execution only»-Funktion genügt eine abstrakte Risikoinformation über die Anlageinstrumente, in denen der Kunde handeln kann, da Banken bzw. Effektenhändler vor der Erteilung entsprechender Aufträge gar nicht wissen, welche Anlageinstrumente der Kunde erwerben will und welche Strategie er damit verfolgen wird. Eine Eignungsprüfung, bei der die Bank abklären muss, ob die Anlageinstrumente, die der Kunde ausgewählt hat, geeignet sind, muss die Bank bzw. der Effektenhändler dagegen nicht durchführen[121].

Die Bank ist auch nicht verpflichtet, den einmal aufgeklärten Kunden von riskanten Geschäften abzuraten, wenn er nach der entsprechenden Risikoaufklärung tatsächlich derartige Geschäfte macht[122]. Wenn der Kunde das Risiko grundsätzlich kennt, trägt die Bank keine Verantwortung mehr für seine einzelnen Anlageentscheide und muss ihn auch nicht noch einmal vor den Risiken seiner Entscheide warnen[123].

118 Geiger, 2011, S. 6.
119 Vgl. BSK BEHG-Bahar/Stupp, Art. 11 BEHG, N 42 ff.
120 Vgl. BGE 133 III 97, E. 2.2, E. 6; BSK BEHG-Bahar/Stupp, Art. 11 BEHG, N 53 ff.
121 BGE 133 III 97, E. 5.4.
122 BGE 119 II 333; 133 III 97.
123 BGE 133 III 97, E. 7.1.2.





### 2.3.3 Überlagertes Beratungsverhältnis

Wenn die Konto- und Depotbeziehung durch ein Beratungsverhältnis überlagert wird, geht die Risikoaufklärungspflicht über Art. 11 BEHG hinaus, da dann die oben in Ziff. D.2.2 dargestellten Regeln über die Beratung zur Anwendung kommen. Die Bank kann sich dementsprechend nicht mehr auf allgemeine Hinweise und Risikoaufklärung bei bestimmten Geschäftsarten beschränken; sie muss den Kunden vielmehr im Rahmen der Beratung auf das Risiko der einzelnen Anlagen hinweisen[124]. Allerdings genügt es, wenn der Kunde gewarnt wird, sobald er die betreffenden Risiken zum ersten Mal eingeht. Wenn sich der Kunde später wieder zu derartigen Investitionen entschliesst, ist keine weitere Information oder Abmahnung erforderlich[125]. Eine individuelle Warnung auch im Wiederholungsfall ist nur notwendig, wenn der Kunde ausdrücklich nach einer Risikobeurteilung fragt[126].

## 2.4 Produktverkauf

Häufig erwirbt ein Anleger ein bestimmtes Anlageinstrument nicht auf einem Markt, sondern direkt vom Emittenten bzw. einem Vermittler des Emittenten. Diese Situation ergibt sich bei den meisten Fonds und strukturierten Produkten, da diese Produkte typischerweise nicht auf einem sekundären Markt gehandelt werden.

### 2.4.1 Vertragliche Grundlagen beim Verkauf von Finanzprodukten

Vordergründig liegt beim Verkauf von Finanzprodukten durch den Emittenten ein Kaufvertrag oder ein ähnliches Erwerbsgeschäft vor[127]. Sofern eine Bank dem Kunden Drittprodukte anbietet, wird sie häufig als Vermittler oder Kommissionär für den Emittenten tätig sein. Sowohl als Verkäufer als auch als Vermittler des Emittenten sind Banken in zivilrechtlicher Hinsicht grundsätzlich Gegenpartei des Kunden und nicht dessen Berater[128]. Diese Gegenposition der Bank gegenüber dem Kunden unterscheidet den Verkauf von Finanzprodukten von der «Execution only»-Funktion, da bei dieser die Bank für den Kunden tätig ist, d.h., in einem Kommissionsverhältnis zu diesem steht.

Sobald mit dem Kunden aber eine Konten- und Depotbeziehung besteht, mit welcher ein Beratungsverhältnis verbunden ist[129], schliesst dieses auch den Ver-

124 Vgl. BGer 4C. 68/2007, E. 7.1; BGer 4C.394/2005, E. 2; BGE 133 III 97.
125 BGE 133 III 97.
126 Geiger, 2011, S. 9 m.w.V., S. 12.
127 Vgl. Eggen, 2011, S. 625 f.
128 FINMA-Vertriebsbericht 2010, Anhänge, S. 21.
129 Wie oben in Ziff. D.2.2.1 dargestellt.

kauf von Produkten ein. Die Regeln, die sich aus dem Beratungsverhältnis ergeben, gelten daher nicht nur, wenn Transaktionen an der Börse vorgeschlagen werden, sondern auch dann, wenn der Berater als Verkäufer eigener Finanzprodukte oder als Vermittler von Drittprodukten auftritt, da es für den Kunden im Rahmen dieses Beratungsverhältnisses irrelevant ist, woher die Produkte stammen, die ihm empfohlen werden[130].

### 2.4.2 Suitability und Risikohinweise beim reinen Produktverkauf

Hat ein Anbieter von Finanzprodukten mit dem Erwerber keinerlei weitere Vertragsbeziehungen und insbesondere kein Depot- und Kontoverhältnis, aus dem ein Beratungsverhältnis hervorgegangen ist, so hat er gegenüber dem Anleger keine Sorgfalts- und Treuepflichten[131]. Daraus ergibt sich folgende Rechtslage:

- Keine Suitability-Prüfung
  Ohne ein Auftragsverhältnis besteht keine Pflicht, Suitability und Appropriateness der angebotenen Produkte zu prüfen, d.h., der Erwerber muss selber wissen, ob das Produkt für ihn tatsächlich geeignet ist[132].
- Pflicht zur Risikoaufklärung
  Nach rein kaufrechtlichen Grundsätzen haben der Verkäufer sowie ein für ihn tätiger Vermittler nur eine relativ geringfügige Aufklärungspflicht; er muss auf Mängel eines Produktes hinweisen, wenn diese für den Kaufentscheid des Erwerbers wesentlich sind[133]. Normalerweise ist aber das Risiko, das mit einem Finanzprodukt verbunden ist, kein Mangel des Produktes, sondern eine Eigenschaft, die mit den Gewinnchancen positiv korreliert ist. Eine Aufklärungspflicht aufgrund kaufrechtlicher Grundsätze besteht daher nur, wenn das Risiko überdurchschnittlich gross ist und nicht durch entsprechende Gewinnchancen kompensiert wird, weil z.B. die Margen des Verkäufers bzw. des Vermittlers so hoch sind, dass ein möglicher Gewinn zum grössten Teil durch diese Marge konsumiert wird.

  Sofern es sich beim Anbieter aber um eine Bank oder einen Wertpapierhändler handelt, so sind diese gemäss Art. 11 lit. a BEHG verpflichtet, auf die Risiken, die mit dem betreffenden Produkt verbunden sind, hinzuweisen. Sie müssen diesen Risikohinweis wie oben in Ziff. D.2.2.3 dargestellt gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHG so formulieren, dass der Käufer diesen versteht und so das Produkt im Bewusstsein seines Risikos erwirbt[134]. Obwohl in dieser Konstellation der Risikohinweis grundsätzlich in einer abstrakten Weise formuliert werden kann, unterscheiden sich die Pflichten eines derartigen Verkäufers bezüglich Risikoaufklärung in der Praxis kaum mehr von den Pflichten, die ein Anlageberater in diesem Bereich hat.

130 Eggen, 2011, S. 626.

131 Vgl. zum anwendbaren Kaufrecht anstelle des Auftragsrechts: FINMA-Vertriebsbericht 2010, Anhänge, S. 21 m.w.V.

132 Vgl. anstelle vieler: Geiger, 2011, S. 5; insbesondere: Eggen, 2011, S. 627.

133 In diesem Fall hat der Verkäufer eine Informationspflicht als Nebenpflicht, vgl. Alfred Koller, Art. 184 OR, N 70 ff., in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Basler Kommentar Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 5. Auflage, 2011.





### 2.4.3 Risikohinweis bei einem überlagerten Beratungsverhältnis

Besteht zwischen dem Produktanbieter bzw. dem Vermittler und dem Kunden aufgrund eines ausdrücklich oder konkludent abgeschlossenen Anlageberatungsvertrages ein Beratungsverhältnis, so richten sich die Pflichten des Produktanbieters bzw. Vermittlers nach den oben in Ziff. D.2.2 dargestellten Grundsätzen. Dementsprechend sind sowohl eine Suitability-Analyse wie auch eine individualisierte Risikoaufklärung notwendig[135].

Wie oben erwähnt, dient die Suitability-Analyse dabei vor allem als Basis für die individuelle Anpassung des Risikohinweises. Wie bei der normalen Anlageberatung erschöpft sich die Pflicht des Beraters aber letztlich in dieser Risikowarnung; wenn sich der Anbieter für den Kauf entscheidet, obwohl ihm der Risikohinweis zeigen müsste, dass das Produkt für seine Risikofähigkeit und Risikobereitschaft nicht geeignet ist, trägt er selbst die Verantwortung für seinen Entscheid[136].

## E. Schlussfolgerungen aus der Sicht des Kunden

Die oben dargestellten rechtlichen Überlegungen führen zusammengefasst zu folgenden Schlüssen:

- Das Aufsichtsrecht sieht keine allgemeine Pflicht zur Suitability-Prüfung vor – soll eine derartige Pflicht eingeführt werden, müsste eine neue Rechtsgrundlage geschaffen werden, wobei m.E. eine Änderung auf Gesetzesstufe notwendig wäre, weil nicht nur Banken und Effektenhändlern eine neue Verpflichtung auferlegt, sondern auch vom Bild des selbstverantwortlichen Anlegers abgewichen wird, das der bisherigen Gesetzgebung zugrunde liegt. Eine entsprechende aufsichtsrechtliche Verpflichtung der unabhängigen Vermögensverwalter, die heute keiner prudenziellen Aufsicht unterstellt sind, könnte nur eingeführt werden, wenn diese Personengruppe neu ebenfalls der Aufsicht un-

134 Schenker, 2011, S. 42.

135 BGer 4A.223/2007, E. 6.1; Thalmann, 1994, S. 193.

136 Eggen, 2011, S. 628.

terstellt würde, wozu allerdings eine gesetzliche Grundlage erforderlich wäre, die heute noch nicht besteht[137].

- Auf privatrechtlicher Basis ergibt sich die Pflicht zur Suitability-Prüfung bei Vermögensverwaltungs- und Beratungsverhältnissen aus der Sorgfalts- und Treuepflicht des Vermögensverwalters bzw. Beraters. Die entsprechenden Abklärungen von Risikofähigkeit und -bereitschaft sind allerdings nur Voraussetzungen für die sorgfältige Ausarbeitung einer Vermögensverwaltungsstrategie bzw. Basis einer sinnvollen Beratung. Haben sich in der Vermögensverwaltung Kunde und Vermögensverwalter auf eine bestimmte Anlagestrategie geeinigt und hat der Vermögensverwalter den Kunden auf die Risiken aufmerksam gemacht, die mit dieser Strategie bzw. mit den vorgesehenen Anlagen verbunden sind, so hat die Suitability-Prüfung keine selbstständige Bedeutung mehr, da der Anleger in eigener Verantwortung die mit der Anlagestrategie verbundenen Risiken akzeptiert hat. Das gleiche gilt beim Beratungsverhältnis, wenn der Berater den Kunden vor den Risiken gewarnt hat, die mit den von ihm vorgeschlagenen Anlageprodukten verbunden sind.
- Das Konzept, dass der Risikohinweis und die Einigung auf eine Anlagestrategie bei der Vermögensverwaltung bzw. die Befolgung eines Rates in Kenntnis des Risikos bei der Anlageberatung die Suitability-Analyse verdrängen und deshalb der Kunde keine Ansprüche mehr stellen kann, wenn Anlagestrategie und Ratschlag seiner Risikofähigkeit nicht entsprechen, ist sachgerecht. Es stimmt mit dem Bild des selbstverantwortlichen Kunden überein, der selbst über das Risiko entscheidet, das er eingehen will, im Gegenzug aber auch die entsprechenden Konsequenzen tragen muss, falls sich das Risiko verwirklicht. Das geltende Konzept schafft auch in praktischer Hinsicht klare Verhältnisse, da eine Suitability Analyse einen breiten Ermessensspielraum für die Beratung bzw. die Definition von Vermögensverwaltungsstrategien offenlässt. Daher wäre es kaum je mit Sicherheit möglich, festzustellen, ob ein bestimmter Rat bzw. eine bestimmte Vermögensverwaltungsstrategie tatsächlich der Risikofähigkeit und -bereitschaft des Anlegers entspricht.

Die Suitability-und-Appropriateness-Prüfung als Schutzkonzept für den Anleger wirft letztlich die Frage auf, ob der Anleger selbst oder aber der Vermögensverwalter, der Anlageberater bzw. die «Execution only»-Bank dafür verantwortlich sind, dass der Anleger das für ihn «angemessene» Risiko eingeht. Nach der heutigen Konzeption liegt diese Verantwortung grundsätzlich beim Anleger, der sich aufgrund einer Risikoaufklärung darüber klar werden muss, ob er ein betreffendes Risiko tragen kann oder will. Ob eine allgemeine Einführung einer Suitability-und-Appropriateness-Prüfung durch die Gegenparteien des Kunden tatsächlich den Kunden vor Verlusten schützt, hängt davon ab, wie konsequent das Schutzkonzept durchgesetzt wird. Werden Klein- oder Privatanleger tatsächlich von Anlagen ausgeschlossen, die zu grossen Verlusten führen[138], so würde das Verlustpotenzial wohl vermindert. Gleichzeitig würde aber die Anlagefreiheit dieser Personen eingeschränkt bzw. partiell aufgehoben, was nicht einer liberalen Grundhaltung entspricht, sondern eher einer Bevormundung der betroffenen Personen gleichkommt. Wird das Konzept allerdings weniger konsequent umgesetzt, sodass es – wie im Rahmen der MiFID-Umsetzung in der EU – dem betreffenden Anleger möglich ist, «ungeeignete» Anlagen zu tätigen, wenn er darauf hingewiesen wird, dass die betreffende Anlage für ihn nicht geeignet und mit hohen Risiken verbunden ist, so wird dieses Konzept genau wie das heutige Gebot des Risikohinweises den Kunden nicht vor Verlusten bewahren, sondern führt letztlich nur zu einer etwas intensivierten Risikowarnung.

137 «Finanzdienstleistungsgesetz».





Dementsprechend ändert auch die Einführung eines Schutzsystems, das auf Suitability und Appropriateness beruht, das Grundproblem von Geldanlagen nicht: Wer anlegt und Rendite sucht, muss das Risiko von Verlusten in Kauf nehmen. Wesentlich ist letztlich immer, dass diese Risiken bewusst eingegangen werden und dass der Anlegerschutz insoweit wirkt, als Betrugsfälle im Sinne der Madoff-Affäre[139] verhindert werden können. Auf diese Weise wird vermieden, dass Anleger «unnötige» Risiken eingehen. Inwieweit die Anleger aber «notwendige», d.h., mit der Renditeerwartung verbundene Risiken eingehen wollen, muss letztlich Sache jedes Anlegers sein und kann vom Staat nicht reglementiert werden.

138 Radikal wäre z.B. ein grundsätzlicher Ausschluss von Investitionen in Derivate oder einzelne Aktien.

139 Vgl. FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010, S. 9 ff.

## Literatur


Sandro Abegglen, «Point of Sale»-Aufklärung und Produkttransparenz – die Informationspflichten beim Anlagegeschäft der Banken, in: Peter R. Isler/Romeo Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung II, 2009, S. 61–87

Rashid Bahar/Eric Stupp, Art. 11 BEHG, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Börsengesetz Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Auflage, 2011

Bernhard Berger, Börsengesetzliche Informationspflicht des Effektenhändlers, in: recht, 2007, S. 229–235

Urs Bertschinger, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss. St. Gallen, 1991

Claude Bretton-Chevallier, Haftung der Bank gegenüber ihren Kunden und externe Vermögensverwaltung, in: SZW 5/2003, S. 254–263

Irene Crespi-Hohl, Neue Tendenzen im Bereich der Verantwortlichkeit der Depotbank gegenüber ihrem Kunden beim Beizug eines externen Vermögensverwalters, Diplomarbeit Nachdiplomstudium Internationales Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, 2002

Mirjam Eggen, Finanzprodukte – Auftrag oder Kauf?, in: SZW 2011, S. 625–638

Dirk Eichmann/Daniel Grieger, MiFID: Wie sie die Schweizer Banken dennoch betrifft, in: Schweizer Bank, 20. März 2007

Europäische Kommission, Pressemitteilung: Neue Vorschriften für effizientere, widerstandsfähigere und transparentere Finanzmärkte in Europa, 20. Oktober 2011

Urs Emch/Hugo Renz/Reto Arpagaus, Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Auflage, 2010

Susan Emmenegger, Die Informationspflichten der Bank bei Anlagegeschäften: Tout devient du droit public?, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, 2009, S. 643–656

Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets, a review of theory and empirical work, Journal of Finance 1970, S. 383–417

FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010







FINMA, Regulierung von Produkten und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen, Oktober 2010

FINMA, Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten an Privatkunden, Bericht über die Anhörung vom 10. November 2010 bis 2. Mai 2011 zum «FINMA-Vertriebsbericht» vom Oktober 2010 («Anhörungsbericht Vertriebsregeln»), 24. Februar 2012

Stephan Geiger, Umsetzung der MiFID in der Schweiz?, in: Jusletter 17. Januar 2011

Thomas Gross, Fehlerhafte Vermögensverwaltung – Klage des Anlegers auf Schadenersatz, in: AJP 2/2006, S. 161–168

P. Christoph Gutzwiller, Unsorgfältige Vermögensverwaltung, Beweislast, Haftungsausschluss und Schadensberechnung, in: AJP 1/2000, S. 57–65

P. Christoph Gutzwiller, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, 2008

Michael C. Jensen, some anomalous evidence regarding market efficiency, Journal of Financial Economics 1978, S. 95–101

Valentin Jentsch/Hans Caspar von der Crone, Informationspflichten der Bank bei der Vermögensverwaltung: Kundenprofil und Risikoaufklärung, in: SZW, 6/2011, S. 639–653

Alfred Koller, Art. 184 OR, N 70 ff., in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Basler Kommentar Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 5. Auflage, 2011

Michael Krebs, Modell zur Risikoklassifizierung von Anlageprodukten, in: Der Schweizer Treuhänder, 11/2011, S. 934–939

Burton G. Malkiel, The efficient market hypothesis and its critics, Journal of economic perspectives 17 (2003), No. 1, S. 59–82

Hans-Ulrich Müller, Was können KMU von den Banken im härter gewordenen Umfeld erwarten? Die Strategie der Credit Suisse im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen, in: Der Schweizer Treuhänder 6-7/03, S.453–462

Peter Nobel, Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2010 bis Mitte 2011, in: SZW 5/2011, S. 475–484, S. 478

Vito Roberto, Die Haftung des Vermögensverwalters und Anlageberaters, in: Paolo Bernasconi/René Chopard (Hrsg.), Rechtliche Verantwortlichkeiten bei der Vermögensverwaltung, 2002, S. 37–59

Urs Philipp Roth, Aufklärungspflichten im Vermögensanlagegeschäft der Banken, in: Bruno Gehrig/Ivo Schwander (Hrsg.), Banken und Bankenrecht im Wandel, Festschrift für Beat Kleiner, 1993, S. 1–39

Markus Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft – ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Habil. Zürich, 2000

Gritli Ryffel, Zur Verantwortlichkeit des Finanzplaners, in: Bernhard Isenring (Hrsg.), Schutz und Verantwortung: Liber amicorum für Heinrich Honsell, 2007, S. 161–167

Jean-Marc Schaller, Der perfekte Vermögensverwaltungsvertrag, in: AJP 2012, S. 56–68

Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Habil. St. Gallen, 2009

Urs Schenker, Zwischen Marktrisiko und Haftung – das Haftungsrisiko beim Anlagegeschäft, Baker & McKenzie Zürich, 2011

Eric Sibbern/Hans Caspar von der Crone, Genehmigungsfiktion und Nebenpflichten des Bankkunden, in: SZW 1/2006, S. 70–78

Thomas Steininger/Hans Caspar von der Crone, Beratungsauftrag und Aufklärungspflichten, in: SZW 2/2009, S. 140–151

Brigitte Strebel-Aerni, Standards für nachhaltige Finanzmärkte, 2008

Christian Thalmann, Die Sorgfaltspflicht der Bank im Privatrecht, insbesondere im Anlagegeschäft, in: ZSR 113/1994, S. 158–248

Wolfgang Wiegand, Die Finanzmarktkrise und die Informations- und Beratungspflicht im Bankgeschäft, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, 2009, S. 627–642





**Entscheide des Bundesgerichts**

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 30. Januar 1989, BGE 115 II 62

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 23. März 1993, BGE 119 II 333

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 7. Oktober 1997, BGE 124 III 155

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 3. Dezember 2004, BGer 4C.18/2004

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 29. März 2006, BGer 4C.394/2005

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 10. November 2006, BGer 4C.158/2006

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 4. Januar 2007, BGE 133 III 97

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 24. April 2007, BGer 4C.18/2007

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 30. August 2007, BGer 4A.223/2007

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 13. Juni 2008, BGer 4C.68/2007

Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts vom 25. Januar 2011, BGE 137 III 261