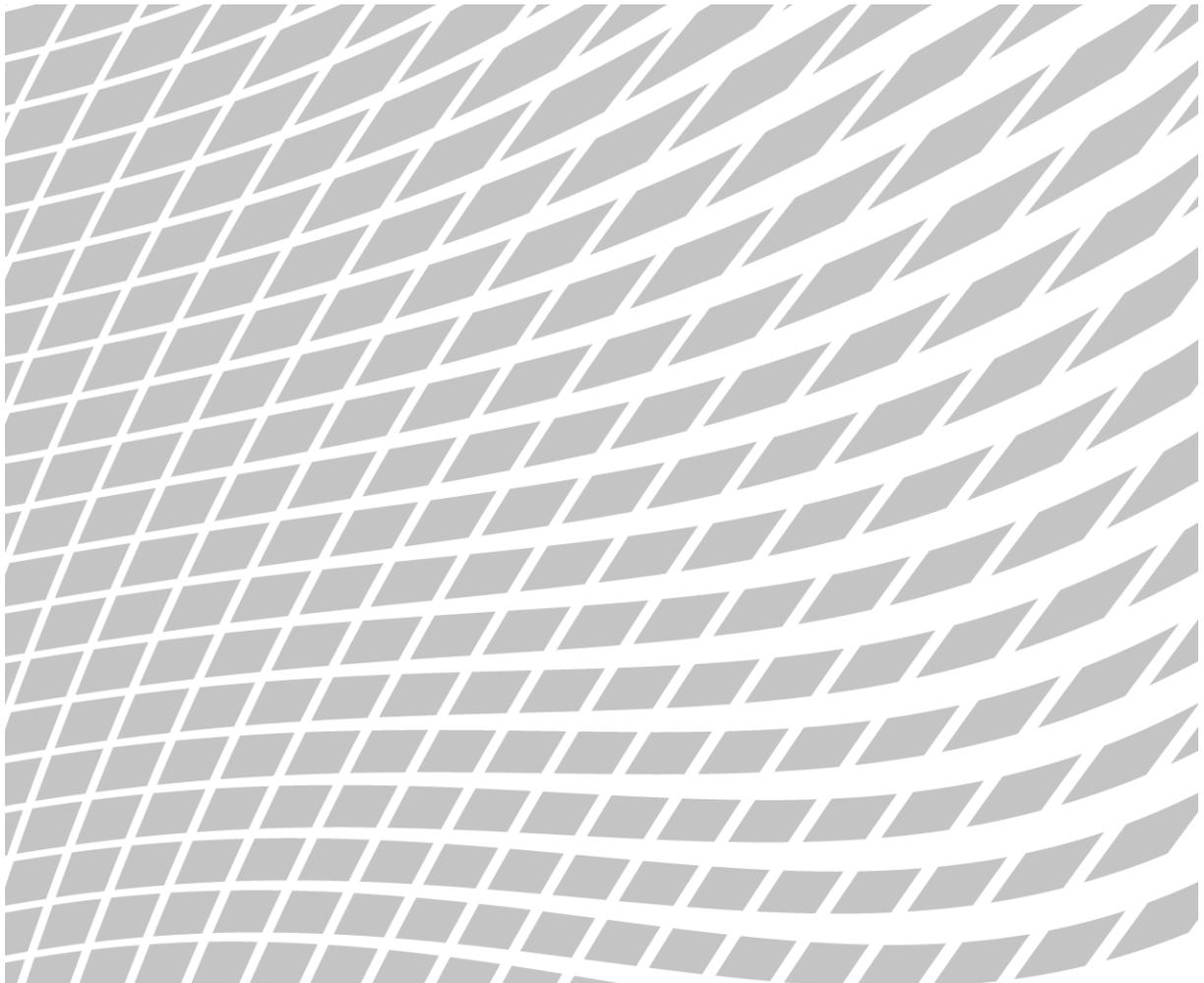


2. März 2010

---

## **Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman- Produkten: Auswirkungen auf das Anlage- beratungs- und Vermögensverwaltungsge- schäft**

---



# Inhaltsverzeichnis

<b>Kernpunkte.....</b>	<b>3</b>
<b>1 Zwei Untersuchungen – Anlagetätigkeit als übergeordnetes Thema.....</b>	<b>4</b>
<b>2 Aufklärungspflichten der Bank im Anlageprozess .....</b>	<b>5</b>
<b>3 Betrugsfall Madoff.....</b>	<b>9</b>
Auslöser.....	9
Untersuchungsergebnisse.....	11
<b>4 Vertrieb von Lehman-Produkten an Retailkunden.....</b>	<b>13</b>
Auslöser.....	13
Untersuchung der EBK/FINMA .....	17
<b>5 Ausblick.....</b>	<b>20</b>

## Kernpunkte

- 1) Die FINMA beendete im Jahr 2009 zwei gross angelegte Untersuchungen. Im einen Fall ging es um die Betroffenheit des Finanzplatzes Schweiz eines in den USA begangenen grossangelegten Betrugs durch den amerikanischen Investor Bernard L. Madoff. Der andere Fall betrifft den durch Schweizer Finanzintermediäre erfolgten Vertrieb von strukturierten Produkten, die von Tochtergesellschaften der Lehman Brothers Holdings Inc. garantiert waren.
- 2) Beide Untersuchungen bestätigten, dass Anleger mit Finanzprodukten zu Schaden gekommen sind: Ihnen wurden zwar bekannte, aber vielfach als vernachlässigbar eingestufte Risiken zum Verhängnis. Diesem Umstand kann letztlich nur durch eine ausreichende Diversifikation begegnet werden. Während im Madoff-Fall grösstenteils qualifizierte Anleger betroffen waren, hatten viele Retailkunden kapitalgeschützte strukturierte Produkte der Lehman-Gruppe gekauft.
- 3) Aufgrund der Untersuchungsergebnisse ist die FINMA überzeugt, dass der Schutz der Anleger im geltenden Recht nicht ausreichend ist und ein regulatorischer Handlungsbedarf besteht. Deshalb hat sie ein Projekt „Vertriebsregeln“ initiiert, das zum Ziel hat, Vorschläge für Regulierungsänderungen zuhanden des Gesetzgebers und des Bundesrats auszuarbeiten oder aufzuzeigen, wo die FINMA selbst regulieren sollte. Behandelt werden die folgenden Themenkreise: Verhaltens- und Vertriebsregeln, Regeln zu Vergütungen, Produktregeln, Regeln zum grenzüberschreitenden Vertrieb in der Schweiz, Regeln zur Aufsicht über Vermittler sowie die Regelung von Interessenkonflikten im Zusammenhang mit der Durchführung von Primärmarkttransaktionen im Kommissionsverhältnis. Ein besonderes Augenmerk gilt der transparenten Darstellung von Gewinnpotenzial und Verlustrisiken bei Finanzprodukten, der sorgfältigen Erhebung der Risikofähigkeit und des Risikobewusstseins von (Anlage-)Kunden sowie dem Aspekt einer ausreichenden Diversifikation bei Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungskunden.
- 4) Abgesehen vom oben beschriebenen Handlungsbedarf stellte die FINMA bei der Madoff-Untersuchung bei einzelnen Finanzintermediären einen Korrekturbedarf bei internen Abläufen fest und veranlasste entsprechende Massnahmen.
- 5) Der Konkurs der amerikanischen Lehman-Gruppe wirkte sich in der Schweiz insbesondere durch den fast kompletten Einbruch der Werthaltigkeit von kapitalgeschützten strukturierten Produkten aus, die von einer Emittentin der Lehman-Gruppe ausgegeben waren. Die Untersuchung ergab, dass vielfach kein Entscheidungskriterium war, wer genau ein gewähltes Produkt emittiert hatte. Vielmehr bestand nach Wahrnehmung der Kunden praktisch kein Unterschied zwischen Emittenten mit vergleichbarem Rating. Der vom Kollektivanlagengesetz in Art. 5 geforderte Prospekt für nicht kotierte strukturierte Produkte spielte nach Feststellung der FINMA bei der Kundenberatung keine Rolle. Die FINMA kam weiter zum Schluss, dass kapitalgeschützte strukturierte Produkte für den Vertrieb an Retailkunden geeignet sind und es einzelnen Banken nicht vorgeworfen werden kann, ihren Kunden solche Produkte angeboten zu haben. Die Untersuchung ergab aber gleichzeitig, dass das geltende Recht die Rechte und Pflichten der Vertragsparteien im Anlagengeschäft nicht (mehr) befriedigend regelt. Eine Überprüfung des (aufsichts-)rechtlichen Rahmens im Bereich der Anlageberatung ist deshalb notwendig.
- 6) Die FINMA eröffnete im Frühjahr 2009 im Zusammenhang mit dem Vertrieb von kapitalgeschützten strukturierten Produkten der Lehman-Gruppe ein Verfahren gegen die Credit Suisse, das sie

Ende 2009 einstellte. Die FINMA kam zum Schluss, dass die Bank Kunden- und Eigenbestände gleich behandelt hatte und die vom Investment-Banking-Arm der Bank vereinnahmten Vergütungen dem Marktüblichen entsprachen. Die von der Bank verwendete Verkaufsdokumentation wies auf das mit dem Kauf des Produkts verbundene Emittentenrisiko hin, allerdings nicht sehr prominent (dies hat sich nach dem Konkurs der Lehman-Gruppe geändert). Entsprechende Korrekturen sind inzwischen erfolgt. Aus aufsichtsrechtlicher Sicht nicht zu beanstanden war das sogenannte White Labelling, d.h. die Verwendung ausschliesslich des eigenen Logos auf der Verkaufsdokumentation für das Produkt eines andern Emittenten.

- 7) Der Credit Suisse sind in Einzelfällen Beratungsfehler unterlaufen. Deren Gesamtheit rechtfertigte aber keine besonderen aufsichtsrechtlichen Massnahmen. Die Credit Suisse hat von sich aus einer grossen Anzahl von Kunden ein Angebot zur teilweisen oder vollständigen Übernahme des Schadens gemacht, wobei sie von einer einzelfallweisen Prüfung abgesehen hat. Zuständig für die Beurteilung von Streitfällen aus dem Kauf von kapitalgeschützten strukturierten Produkten der Lehman-Gruppe sind die Zivilgerichte.

## **1 Zwei Untersuchungen – Anlagetätigkeit als übergeordnetes Thema**

Die weltweite Finanzkrise hat im zweiten Semester 2008 u.a. zum unerwarteten Konkurs der renommierten amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Holding Inc. bzw. der ganzen Lehman-Gruppe sowie zum Auffliegen eines grossangelegten Anlagebetrugs geführt, in dessen Zentrum der mittlerweile von einem amerikanischen Gericht zu einer lebenslänglichen Gefängnisstrafe verurteilte Bernard L. Madoff stand. Beide Ereignisse hatten weltweite Auswirkungen und damit auch Auswirkungen auf den Finanzplatz Schweiz, der in der Vermögensverwaltung einen Spitzenplatz einnimmt. Aufgrund beider Ereignisse kamen Anleger zu Schaden, wobei sich für sie ein jeweils relativ unbeachtet gebliebenes Risiko, im einen Fall ein Betrugsrisiko, im andern Fall ein klassisches Gegenparteerisiko, realisiert hatte.

In zwei separaten, jeweils sehr aufwändigen Untersuchungen, die beide eine Vielzahl von Banken betrafen und noch von der Eidg. Bankenkommision (EBK) eingeleitet worden waren, erhob die FINMA die Betroffenheit des Schweizer Finanzplatzes und dessen Anleger. Im Madoff-Betrugsfall stand im Vordergrund, ob und inwiefern Schweizer Finanzinstitute und deren Anleger zu Schaden gekommen waren. Im Fall des Konkurses der Lehman-Gruppe stand der Vertrieb von kapitalgeschützten strukturierten Produkten an Retailkunden in der Schweiz im Fokus. Im Zuge dieser Untersuchungen hatte die FINMA im Frühjahr 2009 auch gegen die Credit Suisse ein Verfahren eröffnet, das sie nach umfangreichen Erhebungen im November 2009 einstellte.

Beide Untersuchungen hatten im Wesentlichen zum Gegenstand abzuklären, wie die Anleger zu ihren heute nicht mehr werthaltigen Anlagen kamen. Dabei untersuchte die FINMA vorab, wie die Institute ihre Beratungs- oder Vermögensverwaltungsprozesse ausgestaltet hatten, ob dabei das geltende Aufsichtsrecht eingehalten wurde und ob sich allfällige Änderungen am geltenden Recht aufdrängen.

Die Untersuchungen der FINMA ergaben, dass es nach Massgabe des geltenden Rechts nicht zu systematischen Fehlleistungen kam und keine grundlegenden Missstände bei den Beaufsichtigten bestanden. Bei einzelnen Instituten ergab sich allerdings organisatorischer Korrekturbedarf. Die FINMA verfolgt die Umsetzung entsprechender Massnahmen. Bei einzelnen Kundenbeziehungen kann es auch zu Pflichtverletzungen durch beaufsichtigte Finanzintermediäre gekommen sein. Zuständig für deren zivilrechtliche Behandlung ist jedoch nicht die FINMA. Solche Streitigkeiten zu beurteilen ist Aufgabe der Zivilgerichte. Allerdings erkannte die FINMA erheblichen regulatorischen Handlungsbedarf, um die Anleger in Zukunft besser zu schützen.

## 2 Aufklärungspflichten der Bank im Anlageprozess

Ausgangspunkt beider Untersuchungen war zunächst einmal das geltende Recht, wie es sich aus dem Gesetz und der Rechtsprechung des Bundesgerichts ergibt. Zum besseren Verständnis wird es hier in aller Kürze wiedergegeben:

Im Anlagegeschäft der Banken werden die Kundenbeziehungen grob in drei Kategorien unterteilt: In Kunden, die mit dem Institut eine reine Konto- und Depotbeziehung unterhalten („execution only“), in Beratungskunden („advisory“) sowie in Vermögensverwaltungskunden<sup>1</sup>. Die Aufklärungspflichten der Bank gegenüber ihren Kunden im Rahmen von Effektenhandelstransaktionen und der Anlage von Kundenvermögen ergeben sich aus dem Auftragsrecht des Schweizerischen Obligationenrechts (OR; SR 220) und aus Art. 11 des Börsengesetzes (BEHG; SR 954.1), wobei in diesem Artikel noch Mindeststandards zu den aufsichtsrechtlichen Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten enthalten sind (siehe Boxen Rechtliche Rahmenbedingungen 1 & 2).

Nach Auftragsrecht hängt die Beantwortung der Frage, ob und wie weitgehend eine Bank einen Kunden über die Risiken bei Wertschriftentransaktionen bzw. der Anlage seines Vermögens aufklären muss, einerseits von der Art der vertraglichen Beziehung zwischen Kunde und Bank – Konto-/Depotkunden, Anlageberatung oder Vermögensverwaltung, je einschliesslich eines allenfalls vereinbarten Beratungsumfangs – und andererseits vom erkennbaren Informationsbedürfnis des Kunden ab. Als Faustregel gilt, dass der Umfang der Aufklärung umso grösser sein muss, je weniger ein Kunde über die Natur von Anlagen weiss. Dieses Prinzip ist auch in Art. 11 Abs. 2 BEHG verankert, wobei sich das Gesetz nicht zu den gesteigerten Informations- und gegebenenfalls Beratungspflichten äussert. Solche bestehen gemäss Rechtsprechung unter gewissen Bedingungen im Fall einer gesteigerten Vertrauensbeziehung bzw. Schutzbedürftigkeit des Kunden sowie bei Vorliegen eines eigentlichen Beratungs- oder Vermögensverwaltungsvertrags.

Eine Bank darf grundsätzlich davon ausgehen, dass ihr Kunde die Risiken kennt, die üblicherweise mit dem Kauf, Verkauf und Halten von Effekten (handelbaren Wertpapieren wie Aktien, Obligationen, Anlagefondsanteilen usw.) verbunden sind. Dazu gehört z.B. bei Obligationen das Bonitätsrisiko, d.h. das

---

<sup>1</sup> Hier nicht behandelt werden die Pflichten von externen Vermögensverwaltern, d.h. von Personen, die unabhängig von einer Bank oder einem Effektenhändler, von einem Kunden einen Auftrag zur Verwaltung seiner bei einer Bank oder einem Effektenhändler gelegenen Vermögenswerte erteilt hat. Ebenso wenig geht es hier um allfällige Pflichten von Banken und Effektenhändlern in Bezug auf externe Vermögensverwalter.

Risiko, dass der Schuldner bei Fälligkeit den Nominalbetrag der Obligation nicht zurückzahlen kann, und sowohl bei Aktien wie auch Obligationen das Kurs- und Marktrisiko, d.h. dass die Anlagen im Wert schwanken. Die Informationspflicht bezieht sich somit auf die über die üblichen Risiken hinausgehenden speziellen Risikofaktoren bei Geschäftsarten mit erhöhtem oder komplexem Risikoprofil, und ausserhalb von den genannten qualifizierten Beziehungskategorien ist nur über die Risiken der jeweiligen Geschäftsart, nicht aber der konkreten Transaktion, aufzuklären. Sollte die Bank im Rahmen einer konkreten Beratungssituation erkennen, dass einem Kunden auch die üblichen Risiken wider Erwarten unbekannt sind, muss die Bank auch darüber informieren. Dem Kunden muss in aller Regel auch nicht erklärt werden, dass man „nicht alle Eier in einen Korb“ legen sollte. Im Anlagebereich wird für diesen Grundsatz der Begriff „Diversifikation“ verwendet, wonach eine Verteilung der Anlagen auf verschiedene Instrumente verschiedener Unternehmen, Branchen, Regionen, Währungen usw. in der Regel zu einer Reduktion des Anlagerisikos führt.

Die Aufklärungs- oder Informationspflichten sind dort am geringsten bzw. bei den üblichen Risiken weitgehend inexistent, wo der Kunde eine Aufklärung durch die Bank offensichtlich nicht braucht oder ausdrücklich nicht will, etwa wenn er sich in der fraglichen Anlageangelegenheit ausreichend auskennt oder wo die vertragliche Bindung nur darin besteht, dass die Bank das Konto und das Depot führt und Transaktionen auf Order des Kunden ausführt, ohne dass eine gesteigerte Vertrauensbeziehung bzw. ein Beratungs- oder Vermögensverwaltungsverhältnis vorliegen würde. Allerdings besteht auch in einer solchen Konstellation ausnahmsweise eine Warnpflicht, wenn die Bank bei pflichtgemässer Aufmerksamkeit erkennen muss, dass der Kunde eine bestimmte, mit der Anlage verbundene Gefahr nicht erkannt hat<sup>2</sup>.

#### **Rechtliche Rahmenbedingungen 1: Aufsichtsrechtliche Minimal-Vorgaben zur Anlagetätigkeit...**

Gemäss Art. 11 BEHG – einer Doppelnorm mit öffentlich-rechtlichem und zivilrechtlichem Gehalt – haben die Effekthändler<sup>3</sup> gegenüber ihren Kunden Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten (sog. Verhaltenspflichten). Bezüglich der Informationspflicht verlangt das Gesetz, dass die Effekthändler die Kunden insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart (nicht aber die mit einer konkreten Transaktion) verbundenen Risiken hinzuweisen haben (Abs. 1 Bst. a). Die Verhaltenspflichten sind als Generalklauseln formuliert und werden unter anderem durch die von der FINMA als Mindeststandards genehmigten „Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäft“ der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) konkretisiert<sup>4</sup>.

Die Verhaltensregeln halten ausdrücklich fest, dass der Effekthändler grundsätzlich davon ausgehen darf, dass jeder Kunde die Risiken kennt, die üblicherweise mit dem Kauf, Verkauf und Halten von Effekten verbunden sind, wozu z.B. bei Obligationen insbesondere das Bonitätsrisiko des Schuldners gezählt wird. Die börsengesetzliche Informationspflicht bezieht sich auf die über diese allgemeinen

<sup>2</sup> BGE 133 III 97 E. 7.1.2

<sup>3</sup> Die überwiegende Zahl der in der Schweiz bewilligten Banken verfügt auch über eine Effekthändlerbewilligung der FINMA.

<sup>4</sup> Betreffend die Anerkennung als Mindeststandard durch die FINMA, vgl. Anhang I Rz. 13 des FINMA-Rundschreibens (FINMA-RS) 08/10 Selbstregulierung als Mindeststandard (<http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-10.pdf>); die Verhaltensregeln sind abrufbar unter folgenden Links: [http://www.swissbanking.ch/8019\\_d.pdf](http://www.swissbanking.ch/8019_d.pdf) (Ausgabe 1997) und [http://www.swissbanking.org/801908\\_d.pdf](http://www.swissbanking.org/801908_d.pdf) (Ausgabe 2008)

Risiken hinausgehenden Risikofaktoren bei Geschäftsarten mit erhöhtem Risikopotenzial (z.B. Derivaten) oder mit komplexem Risikoprofil (z.B. strukturierten Produkten). Der Umfang der Informationspflicht vergrössert sich mit zunehmendem Risikopotenzial und zunehmender Komplexität der Risikostruktur einer Effektenart.

Die Information kann in standardisierter Form erfolgen. In diesem Fall ist von einem unerfahrenen Kunden auszugehen. Umfang und Inhalt der Information haben sich nach Kunden(-kategorien) mit einem objektiv tiefen Erfahrungs- und Kenntnisgrad zu richten. Eine Standardisierung setzt zudem voraus, dass die Information in allgemein verständlicher Form und für alle Kunden gleich erfolgt. In der Praxis werden standardisierte Informationen regelmässig mittels Risiko-Informationsschriften (sog. Risk Disclosure Statements) erteilt. In aller Regel wird die Broschüre der SBVg „Besondere Risiken im Effektenhandel“ abgegeben. Die Broschüre enthält auch ausführliche Risikoinformationen über strukturierte Produkte.

Nach geltendem Recht nicht unter die börsengesetzlichen Verhaltenspflichten fallen grundsätzlich die Erforschung der finanziellen Verhältnisse des Kunden sowie die Beurteilung, ob eine Transaktion für einen bestimmten Kunden aufgrund seiner Verhältnisse geeignet ist (sog. Suitability-Prüfung).

Höhere und teilweise auch qualitativ anders gelagerte Anforderungen an die Informationsvermittlung seitens der Bank bestehen bei der Anlageberatung. Sie beruht – jedenfalls heute – eher selten auf einem schriftlichen Vertrag, häufiger jedoch auf einer vom Kunden nachgefragten oder aber aktiv durch die Bank erbrachten faktischen Beratungstätigkeit; vergleichbare Pflichten bestehen wie erwähnt sodann dort, wo aus anderen Gründen eine gesteigerte Vertrauensbeziehung bzw. Schutzbedürftigkeit vorlag. Der Umfang der Aufklärungspflicht hängt vom konkreten (faktischen) Beratungsverhältnis ab, geht aber grundsätzlich weiter, als im reinen Konto- und Depotverhältnis und bezieht sich beispielsweise auf die konkrete geplante Transaktion und nicht nur auf die Risiken der Geschäftsart. Letztlich wohl nur im Einzelfall lässt sich heute beurteilen, was im Fall einer Anlageempfehlung gilt: die Bandbreite liegt hier zwischen reinen Anlagetipps, wo die Anlage richtig bewertet sein muss, über die zusätzliche Berücksichtigung der Depotstruktur des Kunden bis hin zur Abstimmung der Empfehlung mit der finanziellen Situation des Kunden und seinem Anlageziel. Was konkret geschuldet ist hängt u.a. davon ab, wie die Empfehlung präsentiert wird bzw. vor welchem Hintergrund der vom Kunden ersuchte Rat zu sehen ist. Den Anlageentscheid selbst fällt der Kunde; er trägt dafür die Verantwortung.

Grundsätzlich anders gelagert ist die Informationspflicht der Bank bei der Vermögensverwaltung. Hier trifft die Bank im Rahmen der mit dem Kunden vereinbarten Anlagestrategie die Anlageentscheide. Die Beratungstätigkeit der Bank bezieht sich deshalb nicht auf konkrete Anlageentscheide, sondern auf die Entwicklung der Strategie unter Berücksichtigung der individuellen Ertrags-, Liquiditäts- und anderen Ziele sowie der Risikobereitschaft und -fähigkeit des Kunden. Der Vermögensverwaltungsvertrag muss schriftlich abgeschlossen werden (siehe Box Rechtliche Rahmenbedingungen 2).

## **Rechtliche Rahmenbedingungen 2: ...und zum Vermögensverwaltungsmandat**

In ihrem am 1. Januar 2009 in Kraft getretenen Rundschreiben 2009/1 Eckwerte zur Vermögensverwaltung<sup>5</sup> erliess die FINMA Anforderungen für die Anerkennung von Vorgaben von Branchenorganisa-

<sup>5</sup> <http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2009-01.pdf>

tionen für die Vermögensverwaltung als aufsichtsrechtlich verbindliche Mindeststandards. Eine von der FINMA anerkannte Selbstregulierung muss demnach im Minimum vorsehen, dass der zwingend schriftlich abzuschliessende Vermögensverwaltungsauftrag mindestens den Umfang der Befugnisse des Vermögensverwalters, die Anlageziele und -beschränkungen, die Referenzwährung, die Methode und die Periodizität der Rechenschaftsablage gegenüber dem Kunden, die Entschädigung des Vermögensverwalters und die Möglichkeit der Delegation der Aufgaben des Vermögensverwalters an Dritte festhalten.

Der Vermögensverwalter selbst muss Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten, was unter den drei Teilaspekten Treue-, Sorgfalts- und Informationspflicht näher ausgeführt wird: Im Rahmen der Treuepflicht muss der Vermögensverwalter die Interessen seiner Kunden wahren und sich so organisieren, dass Interessenkonflikte – auch durch die Entschädigungsstruktur – vermieden und Benachteiligungen seiner Kunden durch solche Interessenkonflikte ausgeschlossen werden; über unvermeidbare Interessenkonflikte ist der Kunde zu informieren.

Unter dem Aspekt der Sorgfaltspflicht muss vom Vermögensverwalter u.a. verlangt werden, dass er seine Organisation laufend an die Zahl seiner Kunden, das Volumen der verwalteten Vermögenswerte sowie die eingesetzten Anlagestrategien und gewählten Produkte anpasst. Er muss dauernd sicherstellen, dass die Anlagen mit den Anlagezielen und -beschränkungen übereinstimmen. Soweit es die Anlagestrategien erlauben, muss der Vermögensverwalter sicherstellen, dass eine angemessene Risikoverteilung gewährleistet ist.

Unter dem Titel der Informationspflicht ist der Vermögensverwalter dazu zu verpflichten, seine Kunden auf die Verhaltensregeln seiner Branchenorganisation hinzuweisen. Diese müssen überdies u.a. vorsehen, dass der Vermögensverwalter seine Kunden mit Blick auf ihre Kenntnisse in angemessener Weise über die Risiken der vereinbarten Anlageziele und -beschränkungen aufklärt, wobei eine standardisierte Aufklärung genügt. Gibt es wichtige Änderungen in seiner Organisation oder in seinen Beteiligungsverhältnissen, hat der Vermögensverwalter den davon betroffenen Kunden darüber zu informieren. Über die Geschäftsführung ist regelmässig oder auf Verlangen des Kunden Rechenschaft abzulegen.

Dem Thema Entschädigung des Vermögensverwalters ist ein eigenes Kapitel gewidmet, in welchem einleitend verlangt wird, dass im schriftlichen Vertrag mit dem Kunden Art, Modalitäten und Elemente der Entschädigung zu regeln sind. Ebenfalls zu regeln ist, wem Leistungen von Dritten zustehen, die der Vermögensverwalter im Zusammenhang mit dem Vermögensverwaltungsauftrag oder bei Gelegenheit der Ausführung erhält. Die Berechnungsparameter oder Bandbreiten solcher Leistungen sind, wenn möglich nach Produkten kategorisiert, dem Kunden gegenüber offen zu legen. Ebenso sind die einem Kunden mit vernünftigem Aufwand zuordenbaren bezogenen Leistungen von Dritten, namentlich Finder's Fees und Retrozessionen auf Courtagen und Depotkommissionen, auf Anfrage offen zu legen. Ergeben sich aus der Annahme solcher Leistungen von Dritten Interessenkonflikte, so muss der Vermögensverwalter den Kunden darauf aufmerksam machen.

Die Branchenorganisationen müssen für die nicht von der FINMA beaufsichtigten Mitglieder eine Kontrolle der Einhaltung ihrer Verhaltensregeln und eine Sanktionierung bei Verstössen vorsehen.

Für Banken und Effektenhändler sind die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge (VVRL) der SBVg massgebend, die in der aktuellen Fassung seit dem 1. Januar 2006 in Kraft sind<sup>6</sup>. Diese Richtli-

<sup>6</sup> Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge 2005 ([http://www.swissbanking.ch/999996\\_d.pdf](http://www.swissbanking.ch/999996_d.pdf))

nien sind von der FINMA anerkannte Standesregeln<sup>7</sup>, die bezüglich der Entschädigungsregeln nunmehr bis zum 30. Juni 2010 an das FINMA-Rundschreiben 2009/1 anzupassen sind. Die Richtlinien werden von Zivilgerichten zur Auslegung des grundsätzlich anwendbaren Auftragsrechts als Usanzen beigezogen, denn sie enthalten die auf den Vermögensverwaltungsvertrag, den eine Bank oder ein Effektenhändler mit dem Kunden abschliesst, anwendbaren Grundsätze. Konkret wird in relativ detaillierter Art und Weise die Durchführung des Auftrags festgelegt. Durch den Vermögensverwaltungsauftrag wird die Bank ermächtigt, alle Handlungen auszuführen, die sie im Rahmen der üblichen bankmässigen Vermögensverwaltung als zweckmässig erachtet. Die Bank muss den Auftrag nach bestem Wissen und Gewissen ausüben, unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse des Kunden, soweit sie ihr bekannt sein können. Sie kann nach freiem Ermessen im Rahmen der mit dem Kunden festgelegten Anlageziele und unter Berücksichtigung von allfälligen speziellen Weisungen des Kunden handeln. Dagegen erlaubt der Vermögensverwaltungsauftrag nicht, Aktiven zurückzuziehen.

Die Bank muss das anvertraute Vermögen regelmässig überwachen und die ins Depot des Kunden aufzunehmenden Anlagen mit Sorgfalt auswählen. Sie muss für eine ausreichende Diversifikation sorgen und sogenannte Klumpenrisiken infolge unüblicher Konzentration auf eine zu kleine Anzahl von Anlagen vermeiden. Ohne anderslautende Abmachung mit dem Kunden ist die Vermögensanlage auf bankübliche und leicht handelbare Anlageinstrumente beschränkt. Anlagen in Instrumenten, die von durch die Bank direkt oder indirekt kontrollierten oder errichteten Gesellschaften ausgegeben werden, sind nur insofern gestattet, als es sich um übliche Publikumsinstrumente handelt. Aufgrund des Vermögensverwaltungsauftrags darf die Bank zu Lasten des Kunden weder Kredite aufnehmen noch potentielle Sollpositionen eingehen. Schliesslich legen die Richtlinien die Voraussetzungen für die Investition in nichttraditionelle Anlagen, Optionen, Stillhaltergeschäfte und Financial Futures fest.

Die Fondsleitungen und Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen haben spezielle Vorschriften zu beachten. Sie sind im Kollektivanlagengesetz festgehalten sowie in der u.a. gestützt darauf erfolgten Selbstregulierung der Swiss Funds Association (SFA) niedergelegt.

### 3 Betrugsfall Madoff

#### Auslöser

Als Bernard L. Madoff im Dezember 2008 die Welt mit dem Geständnis überraschte, über hauptsächlich in den USA regulierte Finanzintermediäre während Jahrzehnten ein riesiges Schneeball-System betrieben zu haben, stellte sich sofort auch für die Finanzintermediäre in der Schweiz und deren Kunden die Fragen, ob und wie stark sie davon betroffen waren. Eine Erhebung der FINMA ergab, dass die Kunden in erheblichem Ausmass betroffen waren, wobei der grösste Anteil auf Execution-only-Kunden entfiel, während Vermögensverwaltungskunden markant weniger stark betroffen waren. Ebenfalls weniger stark betroffen waren in der Schweiz bewilligte Fonds sowie in der Schweiz zum öffentlichen Vertrieb zugelassene ausländische Fonds.

<sup>7</sup> Vgl. Anhang I Rz. 7 FINMA-RS 08/10 (<http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-10.pdf>).

### Chronologie zum Betrugsfall Madoff

Wie so oft bei Krisen hat auch die Finanzkrise 2007/2008 verschiedene Anlagebetrugsfälle ans Licht gebracht, wobei der weitaus spektakulärste derjenige des von Bernard L. Madoff über diverse Firmen in den USA unter der Nase der SEC und während Dekaden betriebenen Schneeballsystems ist. Der Schaden wird auf ca. USD 65 Mia. beziffert.

Gemäss seinen eigenen Angaben hat Bernard L. Madoff bereits Anfang der 1990er-Jahre damit begonnen, ihm zur Anlage anvertraute Gelder nicht anzulegen und stattdessen ein Schneeballsystem zu betreiben. In diesem System wurden Kunden, die ihre vermeintliche Rendite abschöpfen oder ihr eingesetztes Kapital einschliesslich angeblicher Rendite abziehen wollten, mit dem investierten Geld – ihrem eigenen oder dem anderer Kunden – ausbezahlt. Über mindestens zwei Jahrzehnte hinweg schaffte er es, den (zunehmend) begüterten Anlegern ein Gefühl zu vermitteln, sie seien privilegiert, wenn sie ihre Gelder bei ihm anlegen durften. Das Gefühl der Exklusivität war zuletzt ein nicht zu unterschätzender Faktor beim Anlageentscheid. Diese Nachfrage unterstützte er nachhaltig und planmässig damit, dass er den Anlegern über Jahre hinweg überdurchschnittliche Renditen gutschrieb und monatlich oder sogar halbmonatlich vollständige Rückzüge zulies. Gegenüber den Finanzintermediären, denen gegen Ende des Systems zunehmend die Rolle des Geldbeschaffers zukam, zeigte sich Madoff als attraktiver Geschäftspartner, indem er die üblichen Kommissionen („Management“ und/oder „Performance Fees“) nicht selbst kassierte und stattdessen behauptete, mit der Courtage aus den einzelnen Finanztransaktionen über die Runden zu kommen. Dies machte die Investition in Madoff-Anlagevehikel für Anleger und Vermittler interessant, zumal dann, wenn ein Institut einen eigenen „Feeder Fund“<sup>8</sup> aufsetzte.

Madoff war als Wegbereiter des elektronischen Börsenhandels massgeblich beteiligt an der Gründung der National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), dem heute nach Handelsvolumen zweitgrössten Aktienmarkt der USA. In den Jahren 1990, 1991 und 1993 war er Direktor der NASDAQ, was sich auf seine Reputation in Finanzkreisen nachhaltig positiv ausgewirkt hat.

Was Madoff tat und liess, konnte niemand ergründen; es handelte sich um eine eigentliche „Black Box“. Seine mit „Split-strike Conversion“ umschriebene Anlagestrategie blieb im Kern geheim und nebulös. Er verwehrte allen Investoren konsequent, tagfertig Einblick in die getätigten Trades zu erhalten. Rechenschaft gab er bloss mit mehreren Tagen Rückstand ab – Zeit genug, um lukrative Handelsgeschäfte zu ersinnen und entsprechende Belege in kaum fassbaren Mengen zu fälschen. Wer Anleger bei Madoff werden wollte, musste dieses Vorgehen von vornherein akzeptieren, wollte man überhaupt in den exklusiven Kreis der von Madoff betreuten Kunden aufgenommen werden. Es gehörte mit zum System, dass immer wieder Interessenten abgelehnt wurden. Das förderte u.a. auch das Gefühl der Exklusivität.

Zur Verschleierung des Betrugs hat Madoff zahlreiche weitere Handlungen unternommen, die gegenüber der Aufsichtsbehörde, der ganzen Branche und den Kunden die angeblichen Handelsaktivitäten vortäuschen bzw. ein Auffliegen des Betrugs verhindern sollten. Dazu gehörten u.a. künstliche internationale Zahlungsströme zwischen den verschiedenen Madoff-Gesellschaften, unter Eid abgegebene Falschdeklarationen und wahrheitswidrige Prüfberichte gegenüber der Aufsichtsbehörde bei Untersuchungen und das Schliessen offener Positionen zu Ultimo zwecks Vermeidung von Deklarationen.

<sup>8</sup> Ein Fund, dessen Vermögen zum grössten Teil oder vollständig bei Bernard L. Madoff Investment Securities als Depotverwalter / Vermögensverwalter investiert war.

## Untersuchungsergebnisse

Die FINMA stellte bei den beaufsichtigten Finanzintermediären sehr grosse Unterschiede hinsichtlich Ausgestaltung des Anlageprozesses, der Art und Weise von Kundenkontakten sowie deren Dokumentation fest. Als allgemeines Fazit aus prudenzieller Sicht ist festzuhalten, dass die heutige Regelung des Anlegerschutzes ungenügend ist. Zudem ergab sich bei einzelnen Finanzintermediären Korrekturbedarf, den die FINMA adressiert hat.

Die grosse Mehrheit der betroffenen Kunden hatte bewusst in die vom Madoff-Betrug betroffenen, risikoreichen Anlagen investiert. Die meist begüterten Anleger investierten nicht zuletzt wegen der über Jahre hinweg von Bernard L. Madoff ausbezahlten überdurchschnittlichen Renditen. Die überwiegende Mehrheit der betroffenen Kunden war sich der mit diesen Anlagen eingegangenen Marktrisiken grundsätzlich bewusst, nicht jedoch des Risikos, Opfer eines Betrugs zu werden.

Als verbesserungswürdig erwies sich bei einzelnen Instituten der Auswahlprozess und die laufende Überwachung von zur Anlage empfohlenen Produkten. Dazu kam, dass die Risiken im Anlagegeschäft insgesamt, aber auch hinsichtlich der Depotbankentätigkeit, teilweise unterschätzt wurden. Die FINMA erwartet hier von den beaufsichtigten Instituten, dass sie ihre Prozesse im Anlagegeschäft in Zukunft verstärkt auch unter Berücksichtigung der Anforderungen an ein wirksames Risikomanagements ausgestalten.

Soweit Vermögensverwaltungskunden der Banken betroffen waren, lag die grosse Mehrheit der Madoff-Investitionen im Rahmen der vereinbarten und nach Massgabe der Richtlinien der Bankiervereinigung für Vermögensverwaltungsmandate zulässigen Bandbreite für risikoreiche Anlagen. Vereinzelt wurde indessen auch bei Vermögensverwaltungsmandaten nicht ausreichend diversifiziert, wenn auch ein Teil dieser Abweichungen auf ausdrücklichen Wunsch einzelner Kunden zustande kam.

Mit Blick auf das Risikomanagement der beaufsichtigten Institute zeigte sich, dass die Qualität der Kundendokumentationen sehr unterschiedlich ist. Einzelne Institute hatten ihre Interaktion mit ihren Kunden nur ungenügend dokumentiert, was im Streitfall je nach Beweislast zu Problemen führen kann. Dies hat sich insbesondere bei reinen Depotbeziehungen (execution only) akzentuiert, soweit behauptet wurde, die Bank hätte zu einer bestimmten Anlage geraten.

Die Untersuchung zeigte auf, dass die von der FINMA als Mindeststandard anerkannten Richtlinien der SBVg für Vermögensverwaltungsmandate<sup>9</sup> den einzelnen Instituten grosse Freiheit bei der Umsetzung der von den Kunden gewählten Risikostrategie einräumen, insbesondere auch hinsichtlich ausreichender Diversifikation und des Anteils nichttraditioneller Anlagen in einem Portfolio.

Im Lichte des Madoff-Betrugs nicht vollends zu überzeugen vermochte die im Kollektivanlagengesetz vorgenommene Unterscheidung zwischen dem schutzbedürftigen (Retail-)Anleger und dem weniger schutzbedürftigen qualifizierten Anleger. Die Kriterien „investierbare Finanzanlagen von 2 Millionen Franken“ oder das „Vorliegen eines schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrags“, der gewissen Mindeststands zu genügen hat, haben sich nach Auffassung der FINMA als zu formal erwiesen, zumal im

---

<sup>9</sup> Siehe oben Fn. 6.

Fall von qualifizierten Anlegern von Gesetzes wegen wesentliche persönliche Merkmale wie Wissensstand und individuelle Risikofähigkeit weitgehend unbeachtlich sind (siehe Box Rechtliche Rahmenbedingungen 3).

### **Rechtliche Rahmenbedingungen 3: Was für Anlegerkategorien gibt es im Aufsichtsrecht?**

Nach dem Vorbild der EU hat der schweizerische Gesetzgeber für die Anleger zwei unterschiedliche Schutzniveaus eingeführt. Im Vergleich zum (Retail)Anleger erachtet er den „qualifizierten Anleger“ als weniger schutzbedürftig und –würdig. Als qualifizierte Anleger gelten u.a. von der FINMA prudenziell beaufsichtigte Finanzintermediäre, öffentlich-rechtliche Körperschaften und Vorsorgeeinrichtungen mit professioneller Tresorerie aber auch vermögende Privatpersonen und Anleger, die mit einem Finanzintermediär einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen haben (Art. 10 Abs. 3 und 4 KAG). Personen gelten als „vermögend“, sofern sie im Zeitpunkt des Erwerbs einer kollektiven Kapitalanlage über Finanzanlagen von mehr als CHF 2 Millionen verfügen (Art. 6 Abs. 1 Kollektivanlagenverordnung [KKV; SR 951.311]). Ebenfalls als „qualifiziert“ gelten Anleger, die den Vertrag mit einem einer Geldwäscherei-Selbstregulierungsorganisation angeschlossenen Vermögensverwalter abgeschlossen haben, sofern dieser den Verhaltensregeln einer von der FINMA als Mindeststandard anerkannten Branchenorganisation untersteht und der Vertrag den anerkannten Richtlinien entspricht (Art. 6 Abs. 2 KKV und FINMA-RS 09/1<sup>10</sup>).

Nach Auffassung des Gesetzgebers und des Bundesrats rechtfertigt es das geringere Schutzbedürfnis der qualifizierten Anleger, dass die FINMA bei inländischen kollektiven Kapitalanlagen, die ausschliesslich ihnen zur Anlage offen stehen, gewisse Bewilligungs- oder Genehmigungsvoraussetzungen erleichtern oder darauf gar verzichten kann. Bezüglich ausländische kollektive Kapitalanlagen gilt, dass diese dem KAG unterstellt sind, sofern für sie öffentlich geworben wird (siehe auch Box Rechtliche Rahmenbedingungen 4). Voraussetzungen für eine Genehmigung zum öffentlichen Vertrieb sind unter anderem eine Beaufsichtigung der ausländischen kollektiven Kapitalanlage im Sitzstaat der Fondsleitung oder der Gesellschaft, welche der schweizerischen Aufsicht gleichwertig ist oder eine Gleichwertigkeit der Organisation, Anlegerrechte oder Anlagepolitik mit den schweizerischen Bestimmungen. Erleichterungen hinsichtlich Genehmigungsvoraussetzungen, wie sie für inländische kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anleger möglich sind, sind damit ausgeschlossen.

Vereinzelte Institute bekundeten grosse Mühe mit der organisatorisch einwandfreien Abbildung der aufsichtsrechtlichen Restriktionen für nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassene (meist) ausländische kollektive Kapitalanlagen in ihrem Anlageprozess. Dies gilt insbesondere für die Abstimmung des Produktangebots an Retailkunden und „vermögende Privatpersonen“. So gab es wiederholt Situationen, in denen Anleger ein nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassenes Produkt zum Kauf empfohlen erhalten hatten, obwohl sie weder „vermögend“ waren, noch einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag erteilt hatten. Auf die Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Restriktionen beim Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen haben die beaufsichtigten Institute grösseres Gewicht zu legen. Gleichzeitig überprüft die FINMA, ob die geltenden Regeln nicht mittelfristig abgelöst werden sollten (siehe die Box Rechtliche Rahmenbedingungen 4 und die Box FINMA Projekt „Vertriebsregeln“).

---

<sup>10</sup> Siehe Fn. 5

#### **Rechtliche Rahmenbedingungen 4: Aufsichtsrechtliche Vorschriften zum Vertrieb ausländischer kollektiver Kapitalanlagen**

Der öffentliche Vertrieb ausländischer kollektiver Kapitalanlagen in der Schweiz wird von zwei Seiten her reguliert. Einerseits bedürfen die massgebenden Dokumente ausländischer kollektiver Kapitalanlagen einer Genehmigung der FINMA (siehe Box Rechtliche Rahmenbedingungen 3), andererseits benötigt auch die Person oder Gesellschaft, die den Vertrieb effektiv durchführt, eine Vertriebsträgerbewilligung (Art. 19 KAG).

Entsprechend dürfen ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind, Retailkunden nicht angeboten werden. Diese Einschränkung gilt jedoch nicht gegenüber vermögenden Privatkunden. Ihnen dürfen nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassene ausländische kollektive Kapitalanlagen ins Depot gelegt werden, sofern dies aufgrund eines Vermögensverwaltungsvertrags (Art. 6 KKV und FINMA-RS 08/8<sup>11</sup> Rz. 11) oder einer mündlichen Empfehlung geschieht.

Schliesslich zeigte der Fall Madoff die Wichtigkeit und gleichzeitig die potentielle Problematik des gesetzlichen Unabhängigkeitserfordernisses für die Organe von in eine Finanzgruppe eingebundenen Fondsleitungen auf. Zwar hat die FINMA im Zuge ihrer Madoff-Untersuchung keine diesbezüglichen Aufsichtsrechtsverletzungen festgestellt, gleichwohl weist sie die Beaufsichtigten darauf hin, dass gerade in Krisenfällen der strikten Trennung von Fondsleitung und allfälligen übergeordneten Gruppengesellschaften grösste Bedeutung zukommt. In solchen Fällen sind die Fondsleitungen und ihre Organe von Gesetzes wegen ausschliesslich dem Wohl der Anleger verpflichtet, die in die von der betreffenden Fondsleitung betreuten kollektiven Kapitalanlagen investiert sind.

## **4 Vertrieb von Lehman-Produkten an Retailkunden**

### **Auslöser**

Auch der Konkurs der renommierten amerikanischen Investment Bank Lehman Brothers Inc. und deren Muttergesellschaft, der Lehman Brothers Holdings Inc., die am 15. September 2008 einen Antrag auf Insolvenz gestellt hatte, sandte weit über die USA hinaus mächtige Schockwellen aus. Mit der Lehman-Gruppe fiel u.a. auch ein wichtiger Emittent von strukturierten Produkten aus. Dieses Ereignis war von vielen Marktteilnehmern für praktisch unmöglich gehalten worden, nicht zuletzt weil die Annahme bestand, die Lehman-Gruppe würde im allerschlimmsten Fall von den andern Akteuren oder aber letztlich vom amerikanischen Staat gestützt.

Der Ausfall der Lehman-Gruppe hatte spürbare Auswirkungen auf den Finanzplatz Schweiz, da im hiesigen Vermögensverwaltungs- und Privatkundengeschäft vielfach (Retail-)Kunden von den Gesellschaften der Lehman-Gruppe begebene strukturierte Produkte über verschiedene Vertreiber gekauft hatten oder aber gestützt auf die Vermögensverwaltungstätigkeit des von ihnen bestimmten Vermö-

<sup>11</sup> Rundschreiben 2008/8 Öffentliche Werbung kollektive Kapitalanlagen vom 20.11.2008, siehe <http://www.finma.ch/d/regulierung/Documents/finma-rs-2008-08.pdf>.

gensverwalters in ihrem Depot hielten. Damit hatten sie sich bewusst oder unbewusst einem „Lehman“ Gegenpartei- bzw. Emittentenrisiko ausgesetzt.

Wegen ihrer Verbreitung bei Retailkunden zogen im Nachgang zur Konkureröffnung über die Lehman-Gruppe sogenannte „kapitalgeschützte“ strukturierte Produkte besondere öffentliche Aufmerksamkeit auf sich. Bei diesen Produkten lautete das Leistungsversprechen der Emittentin dahingehend, dass sie am Ende der Laufzeit des Produkts dem Anleger zumindest den Nominalwert der Anlage (oder einen andern fixen Betrag) zurückbezahlen werde – immer unter der Prämisse, dass die Emittentin dannzumal zahlungsfähig sein werde (siehe Box Definition 1).

**Definition 1: Was sind kapitalgeschützte strukturierte Produkte?**

Strukturierte Produkte sind Anlageinstrumente, deren Rückzahlungswert von der Entwicklung eines oder mehrerer Basiswerte abgeleitet ist. Sie kombinieren i.d.R. verschiedene Anlageinstrumente (z.B. Option und Obligation) zu einem neuen Produkt. Kapitalschutzprodukte bilden eine Untergruppe der strukturierten Produkte.

Das Hauptmerkmal der Kapitalschutzprodukte offenbart sich bereits im Namen: Sie schützen das eingesetzte Kapital. Dieser Schutz ist allerdings nicht unter allen Umständen gewährleistet. So wird die in Aussicht gestellte Rückzahlung des Kapitals nur zum Laufzeitende garantiert. Während der (oftmals mehrjährigen) Laufzeit des Produktes kann der Kurs des jeweiligen strukturierten Produktes durchaus unter die garantierte Rückzahlung fallen. Die Rückzahlung wird weiter i.d.R. nur vom Ausgeber oder vom Sicherheitsgeber garantiert, was im Fall der Insolvenz des Emittenten oder des Garantiegebers unter Umständen einen Totalverlust der Anlage nach sich ziehen kann. Zudem bezieht sich der Kapitalschutz grundsätzlich nur auf den ursprünglichen Ausgabepreis (nominal) und nicht auf den (allenfalls höheren) Kaufpreis. Wer also ein Kapitalschutzprodukt während der Laufzeit zu einem höheren Kurs erwirbt, erhält am Ende womöglich weniger als das ursprünglich eingesetzte Kapital zurück. Es ist ausserdem darauf zu achten, auf wie viele Prozente des Ausgabekurses sich der Kapitalschutz bezieht. Es ist keine Seltenheit, dass dieser unter 100% des Ausgabekurses liegt. Einer Kapitalschutzanlage liegen im Regelfall eine Obligation (Kapitalschutz) und eine Option, die für eine mögliche Zusatzrendite sorgt, zugrunde.

Strukturierte Produkte unterscheiden sich grundsätzlich von kollektiven Kapitalanlagen durch das zugrundeliegende Emittentenrisiko (Kredit- oder Bonitätsrisiko). Weiter zeichnen sich strukturierte Produkte i.d.R. durch (kürzere) Laufzeiten und die Möglichkeit aus, potenziell in jeder Marktsituation (steigende, sinkende oder seitwärts verlaufende Kurse) positive Renditen generieren zu können.

In den letzten acht Jahren kamen strukturierte Produkte in Mode und wurden vielfach als gleichwertige Alternative zu den als zu teuer befundenen und meist einer behördlichen Produktaufsicht unterstellten Fonds betrachtet. Dass ein Gegenpartei- bzw. Emittentenrisiko besteht, war zwar gemeinhin bekannt, doch wurde die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls bei qualitativ „guten“ Emittenten regelmässig als sehr gering oder gar als bloss theoretisch eingeschätzt. Mit der Zeit hatten in der Schweiz zahlreiche Banken ihrer Kundschaft strukturierte Produkte angeboten, darunter auch solche aus der als konservative Anlage bewerteten Kategorie der kapitalgeschützten strukturierten Produkte. Ein Teil der Banken bot kapitalgeschützte strukturierte Produkte nicht nur ihrer vermögenderen Kundschaft, sondern auch ihrer Retailkundschaft an. Diese Institute, wie auch die meisten anderen, verwendeten beim Vertrieb

dieser Produkte „Term Sheets“ oder ähnliche Unterlagen, die an prominenter Stelle nur den Namen bzw. das Logo der vertreibenden Bank trugen (White Labelling).

#### **Rechtliche Rahmenbedingungen 5: Regulierung des Vertriebs von strukturierten Produkten in der Schweiz**

Nach den Vorgaben von Art. 5 KAG dürfen strukturierte Produkte in der Schweiz nur öffentlich angeboten werden, wenn sie von einer Bank, einer Versicherung, einem Effekthändler oder einem ausländischen Institut mit gleichwertiger prudenzieller Aufsicht ausgegeben, garantiert oder vertrieben werden und wenn für sie ein vereinfachter Prospekt vorliegt.

Der vereinfachte Prospekt muss erstens nach einem genormten Schema die wesentlichen Merkmale des strukturierten Produkts (Eckdaten), dessen Gewinn- und Verlustaussichten sowie die bedeutenden Risiken für die Anlegerinnen und Anleger beschreiben, zweitens für die Durchschnittsanlegerin und den Durchschnittsanleger leicht verständlich sein und drittens darauf hinweisen, dass das strukturierte Produkt weder eine kollektive Kapitalanlage ist noch der Bewilligung der FINMA untersteht.

Kein vereinfachter Prospekt ist nötig für an der SIX Swiss Exchange zur Kotierung vorgesehene Produkte bzw. kotierte Produkte, weil im Kotierungsprospekt der SIX Swiss Exchange die gesetzlichen Transparenzvorgaben grundsätzlich erfüllt sind. Da bis zur Fertigstellung des Kotierungsprospekts aber mehrere Wochen vergehen können, verlangt die FINMA (bzw. vormals die EBK) in ihrer auf ihrer Website publizierten Liste häufig gestellter Fragen (sog. „FAQs“) zu strukturierten Produkten seit dem 19. Juli 2007, dass die gesetzlichen Vorgaben in angemessener Weise (durch ein „Term“ oder „Fact Sheet“ und/oder „Offering Circular“) bis zur Erstellung des Kotierungsprospekts erfüllt sein müssen.

Eine ähnliche Regelung sieht die FINMA für den wichtigen Bereich des Primärmarkts vor: Der vereinfachte Prospekt muss nach dem Willen des Gesetzgebers erst in der Phase des Sekundärmarkts, d.h. ab dem Zeitpunkt der Emission, angeboten werden. Die FINMA verlangt in ihren FAQs seit dem 19. Dezember 2008, dass „die vor der Emission zur Zeichnung angebotenen indikativen Term Sheets oder andere Unterlagen angemessene Informationen zu den wesentlichen Merkmalen des strukturierten Produkts (Eckdaten), dessen Gewinn- und Verlustaussichten sowie den bedeutenden Risiken für die Anlegerinnen und Anleger zu enthalten“ haben.<sup>12</sup> Diesem Erfordernis haben die Beaufsichtigten in der Schweiz seit Ende 2008 Folge zu leisten. Dazu gehört auch, dass solche Unterlagen den Hinweis auf das Emittentenrisiko enthalten.

Nach Bekanntwerden des Antrags auf Konkursöffnung der Lehman-Gruppe kamen vorab diejenigen Banken umgehend unter Rechtfertigungsdruck, die ihren (Retail-)Kunden Kapitalschutzprodukte der Lehman-Gruppe angeboten, empfohlen und verkauft hatten. Die Kunden zeigten sich in grosser Zahl unwillig, das beim Kauf der Produkte übernommene Emittentenrisiko (alleine) zu tragen. Einzelne Banken waren in der Folge rasch bereit, für ihre Kunden die Verluste aus diesen Anlagen vollumfänglich oder teilweise zu übernehmen, ungeachtet der jeweiligen vertraglichen Beziehungen. Andere Banken zeigten sich dagegen nicht umgehend bereit, ihre Kundschaft insgesamt oder einzelne Kundenkategorien pauschal zu entschädigen. Namentlich die Credit Suisse wollte bei jedem Einzelfall nach Massgabe der jeweiligen Vertragsbestimmungen und dem geltenden Zivilrecht prüfen, ob effektiv ein Anspruch auf eine Entschädigung bestehe. Diese Haltung hatte die Bank, für die sie sofort hef-

<sup>12</sup> Siehe Ziff. 14 der FAQ unter <http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-strukturierte-produkte.aspx>

tig kritisiert worden war, in der Folge modifiziert. Im Ergebnis hat die Credit Suisse heute eine vergleichsweise grosse Anzahl von Kunden im Rahmen ihres „Kulanzangebots“ ganz oder teilweise entschädigt, ohne dass die zivilrechtlichen Ansprüche im Einzelfall geprüft worden wären.

**Definition 2: Der Sparer „im engeren Sinn“ – gemäss Bankenombudsman ein Anleger sui generis**

Für den Bankenombudsman war bei der Behandlung einer beispiellosen Vielzahl von Beschwerden von Kunden verschiedener Banken im Nachgang zum Lehman-Konkurs neu und augenfällig, dass kapitalgeschützte strukturierte Produkte vielen Kunden verkauft worden waren, die bislang keine Börsengeschäfte getätigt hatten und eine äusserst geringe Risikowilligkeit aufwiesen. Für ihn war im Gegensatz zu früheren Krisen an den Wertschriftenmärkten ein neuer Kundenkreis – von ihm als „Sparer im engeren Sinn“ bezeichnet – betroffen, ein Kundenkreis, welcher sich grundsätzlich vom üblichen und bisher bekannten „Anleger“ unterscheidet. Beim Sparer im engeren Sinn handle es sich um eine Person, für welche die Sicherheit der Anlage absolut im Vordergrund steht. Der Sparer bringe sein Geld zu derjenigen Bank, welcher er vertraut. Aus diesem Grund vertraue er auch seiner Bezugsperson bei der Bank. Er kenne sich mit Börsengeschäften nicht aus und käme nicht auf die Idee, sich bei der Bank nach anderen Anlageformen zu erkundigen. Sein Geld liege auf einem Konto oder sei allenfalls in Kassenobligationen oder Termingeldern seiner Bank investiert. Der Sparer entscheide sich nur dann für ein anderes Produkt, wenn er von seiner Bezugsperson bei der Bank aktiv angegangen wird und ihm Anlagen empfohlen werden, welche als ebenso sicher wie seine bisherige Anlage geschildert werden. Er wolle in jedem Fall keine Kapitalverluste erleiden. Im Gegensatz zum Sparer kümmere sich der Anleger selbst um sein Geld. Er verfolge die Entwicklung an den ihn interessierenden Märkten und verlange von seinem Bankberater, dass er ihm Alternativen empfiehlt. Für ihn spiele – nebst anderen Aspekten – auch die Rendite eine Rolle. Produkte ausländischer Emittenten seien für den Sparer im engeren Sinne wegen der mit dem Ausland verbundenen Risiken (z.B. Geltendmachung der vermögensrechtlichen Ansprüche im Insolvenzfall) ungeeignet. Der Sparer im engeren Sinne müsse unabhängig von abgegebenen Unterlagen ausdrücklich, verständlich und konkret darüber aufgeklärt werden, wer für die Rückzahlung verantwortlich ist und mit welchen Risiken dies verbunden ist. Die Bank müsse ausserdem sicherstellen, dass der Sparer im engeren Sinne nur Produkte erwirbt und Risiken eingeht, die er verstanden hat, wobei Fremdworte wie „Emittenten“ nicht verstanden würden und Begriffe wie „Kapitalschutz“ Erwartungen weckten, die damit nicht gemeint seien; ein Entscheid gestützt auf langjährige gute Beziehungen und Vertrauen in den Berater genügt diesen Anforderungen nicht. Für diese Aufklärung sei die Bank beweispflichtig.

Es ist eine Tatsache, dass eine Vielzahl von in Finanzgeschäften unerfahrenen Retailkunden Teile ihres Vermögens in kapitalgeschützte strukturierte Produkte verschiedenster Emittenten investiert haben, und die Kunden diesen Entscheid vielfach auch aufgrund einer Beratung durch Bankmitarbeiter gefällt haben. Die vom Bankenombudsman in die Diskussion geworfenen Restriktionen und Definitionen für den „Sparer im engeren Sinn“ im Anlagegeschäft sind zwar im Lichte des Anlegerschutzes interessant, doch lassen sie sich nicht auf geltendes Recht abstützen. Die FINMA nimmt jedoch die Hinweise des Bankenombudsman auf den aus seiner und auch aus Sicht der FINMA heute ungenügenden Anlegerschutz für Retailkunden im Anlagegeschäft auf.

## Untersuchung der EBK/FINMA

Im Zuge der Aufarbeitung der Folgen des Konkurses der Lehman-Gruppe für das Anlagegeschäft in der Schweiz hatte die EBK/FINMA ab Herbst 2008 eine breit angelegte Untersuchung durchgeführt. Dabei ging es um die Art und Weise und den Umfang des Vertriebs von kapitalgeschützten strukturierten Produkten, die von Tochtergesellschaften der Lehman Brothers Holdings Inc. ausgegeben waren. Von besonderem Interesse waren die Verkaufsdokumentationen, die Anlageprozesse, die Risikoaufklärung sowie die Art und Weise der Zusammenarbeit zwischen den Schweizer Finanzintermediären und den zur Lehman-Gruppe gehörenden Emittentinnen. Besondere vertiefte Abklärungen nahm die FINMA betreffend das White Labelling und die übrige Ausgestaltung der „Term“ oder „Fact Sheets“ vor.

Aufgrund erster Ergebnisse eröffnete die FINMA im Frühjahr 2009 ein Verfahren gegen die Credit Suisse. Darin wurde untersucht, wie es zur Auswahl von Gesellschaften der Lehman-Gruppe als Emittentinnen kam, wie die Geschäftsbereiche Investment Banking und Private Banking der Credit Suisse zusammenarbeiteten und wie der Anlageprozess der Credit Suisse bei sogenannten Retailkunden ausgestaltet war. Bei anderen Instituten wurde bei Transaktionen im Primärmarkt untersucht, ob und unter welchen Umständen den Kunden Verkaufskommissionen belastet und gleichzeitig von den Emittenten gewährte Retrozessionen vereinnahmt wurden. Gegenstand der Abklärungen waren die vertraglichen Vereinbarungen, die Grundlage dafür sind.

Das Verfahren gegen die Credit Suisse ergab, dass die aufgrund des Konkurses der Lehman-Gruppe erkannten Probleme nicht bankspezifisch sind, sondern mit grundlegenden Fragen der Regulierung von strukturierten Produkten zusammen hängen.

### **Einstellung des Verfahrens gegen die Credit Suisse**

Im November 2009 stellte die FINMA ihr Verfahren gegen die Credit Suisse im Zusammenhang mit dem Verkauf von kapitalgeschützten strukturierten Produkten der Lehman-Gruppe an Retailkunden ein. Die FINMA kam zu folgenden Schlüssen:

- Die Credit Suisse hat sich bei der Auswahl der Emittenten von kapitalgeschützten strukturierten Produkten für den Vertrieb an Retailkunden weder einseitig auf Gesellschaften der Lehman-Gruppe als Emittentinnen abgestützt, noch hat sie Produkte der Lehman-Gruppe im Jahr 2008, insbesondere unmittelbar vor dem Konkurs der Firma, ihren Kunden forciert verkauft oder aus eigenen Beständen in Kundendepots verschoben. Vom Konkurs der Lehman-Gruppe war die Credit Suisse ebenso betroffen wie ihre Kunden.
- Die vom Investment Banking-Arm der Credit Suisse vereinnahmten Vertriebsrückvergütungen („Structuring“ und „Holding Fees“) haben sich im Rahmen des Marktüblichen bewegt.
- Der Umstand, dass Gesellschaften der Lehman-Gruppe und nicht Credit Suisse selbst oder Goldman Sachs, Deutsche Bank oder BNP Paribas Emittentinnen waren, spielte im Zeitpunkt des Kaufs bzw. Anlageentscheidens keine Rolle. Die Lehman-Gruppe verfügte bis zum Zeitpunkt der Insolvenzerklärung mit einem Kreditrating von A2 (Moody's) über eine gute Bonität, die nur geringfügig tiefer eingestuft wurde als jene der Credit Suisse (Moody's Aa2) oder anderer Emittenten. Entscheidend war vielmehr die Verfügbarkeit eines kapitalgeschützten strukturierten Produkts auf

dem Primärmarkt zum gewünschten Zeitpunkt. Praktisch nie kam es zu Käufen auf dem Sekundärmarkt.

- Die FINMA kam weiter zum Schluss, dass kapitalgeschützte strukturierte Produkten an sich für einen Vertrieb an Retailkunden geeignet sind; betreffend Emittentenrisiko sind sie vergleichbar mit Kassenobligationen oder gewöhnlichen Obligationen.
- Die Credit Suisse, wie die meisten anderen Vertriebsträger auch, verwendet für die Produkte- und Risikoaufklärung sog. „White Label Fact Sheets“. Bei Verwendung von „White Label“-Dokumentationen besteht grundsätzlich die Gefahr, dass der Kunde davon ausgeht, dass er ein Anlageprodukt des Vertriebsträgers erwirbt und folglich im Glauben ist, das Kreditrisiko bestehe gegenüber des verkaufenden Instituts, entsprechend ist der korrekten Risikoaufklärung besonderes Gewicht beizumessen. Aus Optik des geltenden Rechts ist jedoch die Ausgestaltung der von der Credit Suisse für die Beratungs-/Verkaufsgespräche verwendeten Dokumentationen („Fact Sheets“) nicht zu beanstanden. In allen Dokumenten wies die Credit Suisse auf die Emittentin (zur Lehman-Gruppe gehörend oder eine andere Emittentin) und das Emittentenrisiko hin, allerdings nicht sehr prominent (dies hat sich nach dem Konkurs der Lehman-Gruppe geändert). Gleichzeitig hat die Credit Suisse ihre Kunden standardmässig (und im Einklang mit der Praxis der FINMA und der Gerichte) über die besonderen Risiken im Effektenhandel mittels von der Bankiervereinigung erstellten Informationsbroschüren informiert. Ausgehend vom Bild des mündigen Anlegers, von dem das Schweizerische Zivilrecht ausgeht, ist der Credit Suisse aufgrund des geltenden Rechts auch bezüglich der Ausgestaltung ihrer Verkaufsdokumentationen kein aufsichtsrechtlicher Vorwurf zu machen.
- Die FINMA stellte kein flächendeckendes und systematisches Fehlverhalten der Credit Suisse bei Verkäufen von kapitalgeschützten strukturierten Produkten der Lehman-Gruppe an ihre Retailkunden fest. Dass Retailkunden in Beratungsgesprächen überhaupt kapitalgeschützte strukturierte Produkte empfohlen wurden, ist per se nicht zu beanstanden. Allerdings kam es in verschiedenen Fällen zu Fehlern bei der Beratung.

Die Untersuchung der FINMA hat einige grundsätzliche Schwächen der geltenden Regulierung der Anlagetätigkeit generell und im Bereich der Retailkunden, insbesondere bei der in diesem Segment bedeutsamen Anlageberatung aufgezeigt. Die FINMA nimmt diese Punkte auf. Betreffend strukturierte Produkte ist bemerkenswert, dass die vom Gesetzgeber mit Blick auf den Anlegerschutz erlassenen Vorschriften völlig wirkungslos waren: Der von Art. 5 KAG aus Transparenzgründen – d.h. zur Aufklärung der Kunden – verlangte vereinfachte Prospekt spielte bei der Anlageberatung überhaupt keine Rolle. Weder verlangten ihn die Kunden, noch war er in der Kundenberatung von Bedeutung. Seit Inkrafttreten des Kollektivanlagengesetzes musste ein solches Dokument im Zeitpunkt der Emission eines nicht kotierten Produkts zwingend vorhanden sein und jeder interessierten Person kostenlos abgegeben werden. Wie erwähnt fanden die Verkäufe der strukturierten Produkte fast ausschliesslich im Primärmarkt statt, d.h. im Zeitraum zwischen Veröffentlichung des öffentlichen Angebots und der Emission. In dieser Phase muss der vereinfachte Prospekt aber gemäss den geltenden Vorschriften noch nicht vorliegen und muss den Kunden auch noch nicht angeboten werden. Obwohl der Handel in strukturierten Produkten allgemein und grossmehrheitlich im Primärmarkt stattfindet, besteht ausgerechnet für diesen Zeitraum keine Prospektspflicht. Dieser Tatsache trug die Aufsichtsbehörde insofern Rechnung, als die EBK im Dezember 2008 erstmals im Rahmen der Fragen und Antworten (FAQ) zu

Art. 5 KAG Mindestvorgaben zum Informationsgehalt von neu aufgelegten Verkaufsdokumentationen (Fact Sheets, Term Sheets usw.) im nicht kotierten Bereich publik gemacht hatte.

Im Rahmen ihrer Abklärungen stellte die FINMA auch fest, dass einige Institute beim Verkauf von strukturierten Produkten im Primärmarkt sowohl Vertriebsrückvergütungen seitens der Emittenten (wie „Up-front Fees“, „Structuring Fees“ usw.) vereinnahmten als auch ihren Kunden Kommissionen belasteten. Die meisten der untersuchten Vertriebsträger verrechneten demgegenüber Kommissionen nur im Sekundärmarkt. Das Einbehalten von Rückvergütungen im Auftragsverhältnis ist grundsätzlich möglich, aber an verschiedene Voraussetzungen geknüpft. Als Grundsatz gilt: Vorbehältlich einer gültigen Verzichtserklärung zugunsten des Beauftragten stehen die Zahlungen und Vergütungen, die in einem inneren Zusammenhang zum Auftrag stehen, dem Auftraggeber zu.

#### **Rechtliche Rahmenbedingungen 6: Herausgabepflicht von Retrozessionen und anderen Vertriebsrückvergütungen**

Nach dem Wortlaut von Art. 400 OR hat der Beauftragte dem Auftraggeber im Rahmen seiner Geschäftsführung „alles, was ihm infolge derselben aus irgendeinem Grund zugekommen ist“, herauszugeben. Das Bundesgericht äusserte sich in BGE 132 III 460 vom 22. März 2006 konkret zu einem Fall, bei dem der Verwalter eines grösseren Stiftungsvermögens von der konto- und depotführenden Bank Retrozessionen und „Finder's Fees“ in erheblicher Höhe erhalten und nicht an die Kunden weiter geleitet hatte. Es stellte dabei fest, dass diese Einnahmen der Auftraggeberin gehören, sofern dieser nicht „ausdrücklich und eindeutig“ darauf verzichtet hat (BGE 132 III 460 E.4.5). Gemäss Bundesgericht muss der auf herausgabepflichtige Zahlungen und Vergütungen verzichtende Auftraggeber über die zu erwartenden Retrozessionen „vollständig und wahrheitsgetreu“ informiert sein und sein Wille, auf deren Ablieferung zu verzichten, aus der Vereinbarung entsprechend klar hervorgehen. Dazu hat das Handelsgericht Zürich am 26. Juni 2007 u.a. ausgeführt, dass gegebenenfalls die Höhe (auch künftiger) Vergütungen wenigstens abschätzbar sein müsse.

Das Bundesgericht führte als Begründung im konkreten Fall an, dass im Auftragsrecht – vorbehältlich eines gültigen Verzichts – alle Vermögenswerte, die in einem inneren Zusammenhang<sup>13</sup> mit dem Auftrag erlangt wurden, dem Auftraggeber herauszugeben sind. Der Beauftragte dürfe durch den Auftrag – abgesehen von einem allfälligen Honorar – weder gewinnen noch verlieren. Er müsse daher alle Vermögenswerte herausgeben, welche in einem inneren Zusammenhang zur Auftragsausführung stehen; behalten dürfe er nur, was er lediglich bei Gelegenheit der Auftragsausführung, ohne inneren Zusammenhang mit dem erteilten Auftrag, von Dritten erhält.

Die Lehrmeinungen über die Reichweite und Verallgemeinerungsfähigkeit des erwähnten Bundesgerichtsurteils zu Art. 400 OR gehen erheblich auseinander. Unter anderem bestehen unterschiedliche Meinungen darüber, welche Rechtsverhältnisse als relevanter Auftrag betrachtet werden können, was in Konzernverhältnissen gilt, unter welchen Umständen kein innerer Zusammenhang besteht bzw. welche Vergütungen ihre Rechtfertigung im eigenständigen Geschäft der Bank haben und welche spezifischen Anforderungen an eine Verzichtserklärung zu stellen sind. Diese Fragen stellen sich namentlich bei Vertriebsvergütungen bei Primärmarkttransaktionen im Auftragsverhältnis. Durch Lehre

<sup>13</sup> Das FINMA RS 09/1 „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“ übernimmt die Terminologie des inneren Zusammenhangs: „Der Vermögensverwaltungsvertrag oder die Anhänge halten fest, wem allfällige Leistungen zustehen, die der Vermögensverwalter von Dritten im inneren Zusammenhang mit dem erteilten Auftrag zur Vermögensverwaltung oder bei Gelegenheit der Auftragsausführung erhält.“ Siehe oben Fn. 5.

und Praxis nicht geklärt ist sodann eine allfällige eigenständige aufsichtsrechtliche Bedeutung von Art. 11 BEHG in dieser Thematik, z.B. in Fällen von möglichen Interessenkonflikten durch Vertriebsvergütungen.

Angesichts der erheblichen Rechtsunsicherheit wird die FINMA diese Fragen mit Blick auf einen möglichen (aufsichtsrechtlichen) Regulierungsbedarf vertieft klären.

## 5 Ausblick

Beide Untersuchungen haben aufgezeigt, dass den Anlegern nur ungenügend bewusst war, dass sie mit ihrer Anlage auch das Risiko eines Totalverlusts, bzw. dass sie nicht nur ein Markt- sondern auch ein Gegenparteiisiko eingegangen waren. Das Risikobewusstsein der Anleger ist inskünftig zu stärken, vorab durch geeignete Risikoaufklärung seitens der Finanzintermediäre. Die diesbezüglichen Anforderungen müssen weiter gehen, als heute vom Obligationenrecht allgemein gefordert. Es ist das erklärte Ziel der FINMA, den Anlegerschutz im Anlagegeschäft im Vergleich zum heutigen Recht zu verbessern. Zu diesem Zweck überprüft die FINMA einerseits die regulatorische Kalibrierung des Anlegerschutzes für Retailkunden und qualifizierte Kunden im Allgemeinen sowie andererseits die Regulierung des Absatzes von Finanzprodukten.

### FINMA Projekt „Vertriebsregeln“

Im laufenden Projekt Vertriebsregeln klärt die FINMA finanzmarktübergreifend und unter Berücksichtigung des europäischen Rechts, wie die entsprechenden Regeln bei einzelnen Produkten (Anlagefonds, strukturierte Produkte, Versicherungsprodukte) am Point of Sale ausgestaltet sind, ob allfällige Unterschiede gerechtfertigt sind und ob Regulierungsbedarf besteht:

- **Verhaltens- und Vertriebsregeln:** Dazu gehören Themen wie Zeitpunkt, Umfang und Qualität der Dokumentierung der Kundeninformation, insbesondere auch wie über das Risikoprofil von Produkten Aufschluss zu geben ist (Gewinnchancen und Verlustrisiken) sowie Anforderungen an die Anlageberatung betreffend Produktauswahl und Konzentration bei Retailkunden.
- **Regeln zu Vergütungen:** Zu berücksichtigen sind die aktuellen Vorschläge zur Revision des Versicherungsvertragsgesetzes (VVG). Die FINMA prüft auch, ob hinsichtlich der Parallelität des Einnehmens von Vertriebsvergütungen bei Primärmarkttransaktionen von Kunden bei gleichzeitiger Belastung des Kunden mit Verkaufskommissionen aufsichtsrechtliche Vorgaben notwendig sind.
- **Produktregeln:** Abzuklären ist, ob die regulatorischen Unterschiede bei substituierbaren Finanzprodukten, welche gleiche Anlagebedürfnisse befriedigen gerechtfertigt sind, und das Verhältnis zwischen Produkttransparenz und Aufklärung am Point of Sale.
- **Regeln zum grenzüberschreitenden Vertrieb in die Schweiz** (inkl. öffentliche Werbung)
- **Regeln zur Aufsicht über Vermittler** (Verkaufs- und Einkaufsvermittler)

Die FINMA wird u.a. prüfen, ob sich Vorschläge zuhanden des Gesetzgebers oder des Bundesrats als Verordnungsgeber aufdrängen und ob sie selbst Vorschriften erlassen soll in Bereichen, in denen heute vorab Vorgaben von Selbstregulatoren bestehen. Parallel dazu prüft die FINMA auch, ob hin-

sichtlich der Parallelität des Einnehmens von Vertriebsvergütungen bei Primärmarkttransaktionen von Kunden bei gleichzeitiger Belastung des Kunden mit Verkaufskommissionen aufsichtsrechtliche Vorgaben notwendig sind. Die FINMA wird im Verlauf dieses Jahres die Ergebnisse ihrer Arbeit veröffentlichen.

Die FINMA hat im Rahmen beider Untersuchungen auch festgestellt, dass sich verschiedene Institute bereit erklärt haben, ihre Kunden vollständig oder teilweise schadlos zu halten, ohne dass eine zivilrechtliche Entschädigungspflicht festgestanden wäre. Dafür gibt es verschiedene Gründe, nicht zuletzt auch den Reputationsschutz. Die FINMA nimmt dies zur Kenntnis und weist die Institute darauf hin, dass auch solchen Vorgängen im Rahmen der Erfassung der operationellen Risiken in angemessener Weise Rechnung zu tragen ist.