Executive Summary

Die vorliegende Arbeit nimmt die Einführung einer neuen Finanzmarktarchitektur und -regulierung in der Schweiz zum Anlass, um einerseits die Entwicklung der regulatorischen Rahmenbedingungen von Strukturierten Produkten in den letzten zehn Jahren zu beleuchten und um andererseits die Auswirkungen der neuen Regulation auf die Kunden zu untersuchen.

Regulatorische Rahmenbedingungen in der Schweiz

Der Markt für Strukturierte Produkte in der Schweiz hat sich im Laufe der Zeit von einem fast ausschliesslich auf institutionelle Anleger ausgerichteten Segment zu einem breit abgestützten Segment mit volkswirtschaftlicher Relevanz entwickelt. Anfangs 2007 erfasste die Schweizerische Nationalbank bereits einen Bestand von rund 310 Milliarden an Strukturierten Produkten in Kundendepots und es existierten über 15'000 kotierte Produkte an der Schweizer Börse. Die Regulierung stand dazu in krassem Gegensatz, denn Strukturierte Produkte waren bis 2007 kaum reguliert und unterstanden als Effekten dem Börsengesetz. Folglich steckte der Anlegerschutz noch in den Kinderschuhen und aufgrund der mangelhaften Transparenz sowie zunehmenden Vielfalt und Komplexität kam das Bedürfnis nach einer angemessenen Regulierung auf. Der Gesetzgeber reagierte und führte 2007 das Kollektivanlagengesetz (KAG) sowie die entsprechende Kollektivanlagenverordnung (KKV) ein. Dabei wurden Mindeststandards festgelegt, welche beim Vertrieb und der Emission von Strukturierten Produkten Anwendung finden. Die zentralen Punkte sind, dass Strukturierte Produkte in der Schweiz nur öffentlich an nicht qualifizierte Anleger vertrieben werden dürfen, wenn sie von einem staatlich beaufsichtigten Finanzinstitut ausgegeben oder besichert werden und es besteht die Pflicht einen vereinfachten Prospekt vor dem Kauf an interessierte Anleger auszugeben. Darüber hinaus unterstehen die Produkte dem KAG nicht. Die Richtlinien zur Anlegerinformation bei Strukturierten Produkten Mitte 2007 von der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) wurden von der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) als Mindeststandards zur Selbstregulierung anerkannt und regeln die Ausgestaltung des vereinfachten Prospekts. Zusätzlich veröffentliche die EBK Ende 2008 ein Dokument mit häufig gestellten Fragen (FAQ) zu Strukturierten Produkten als praktische Hilfestellung für Schweizer Marktteilnehmer. Mit der Einführung dieser Standards vollzog der Gesetzgeber einen längst überfälligen in der Regulierung, jedoch deckte die Finanzkrise die bestehenden Lücken schonungslos auf und führte zu grossen Verlusten bei den Anlegern. Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) untersuchte als Reaktion auf die ernüchternden Untersuchungsergebnisse bei der Aufarbeitung der Verlustfälle in der Finanzkrise 2010 in einem Vertriebsbericht die regulatorischen Rahmenbedingungen sowie die Verhaltens-, Produkts- und Vertriebsregulierung von Finanzprodukten in der Schweiz. Dabei wurde eine signifikante Informations- und Machtdiskrepanz zwischen Schweizer Privatkunden und Finanzintermediären festgestellt. Aufbauend auf dem Vertriebsbericht folgt anfangs 2012 ein Positionspapier der FINMA als regulatorisches Massnahmenpaket zur Verbesserung des Anlegerschutzes und Stärkung des Finanzmarktes. Als zentrale Ansatzpunkte für Finanzdienstleister wurden Dokumentationsvorschriften, Verhaltensregeln und eine strengere Regulierung grenzüberschreitender Dienstleistungen ausgemacht. Darüber hinaus wird die Schaffung eines Finanzdienstleistungsgesetzes von der FINMA als langfristiges Ziel angegeben. Grundsätzlich wurde dies begrüsst, jedoch ist eine leicht verständliche Dokumentation und Risikoaufklärung

bei der zunehmend hohen Komplexität Strukturierter Produkte ein schwieriges Unterfangen. Auch wurden kritische Stimmen laut, dass sämtliche Risiken den Finanzdienstleistern zugeschoben und eine ganze Branche prudentiell beaufsichtigt werden sollte. Infolge der Veröffentlichungen der FINMA leitete der Bundesrat 2012 die Erarbeitung der gesetzlichen Grundlagen für eine neue Finanzmarktregulierung ein. In der Zwischenzeit wurden 2013 das KAG und die KKV überarbeitet. Die Kernpunkte der Gesetzesrevision waren, dass fast alle Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen dem KAG unterstellt, die Anforderungen an die Verwahrungsstelle erhöht und die qualifizierten strikt von den unqualifizierten Anlegern getrennt wurden. Darüber hinaus wurde in einem neuen Rundschreiben der FINMA im gleichen Jahr ausgeführt, was als Vertrieb gilt, welche Tätigkeiten dies umfasst und welche rechtlichen Konsequenzen dies nach sich zieht. Zusätzlich wurden 2014 auch die Richtlinien zur Anlegerinformation der SBVg aktualisiert und verschärft, jedoch muss festgehalten werden, dass die Regulation im Allgemeinen gerade bei Strukturierten Produkten immer noch einen allzu grossen Verzug gegenüber der praktischen Entwicklung aufweist.

Neue Finanzmarktarchitektur Schweiz

Die bisherige Finanzmarktarchitektur der Schweiz ist ein mit der Zeit zusammengewachsenes Geflecht von verschiedenen Regulierungen, welche stark sektoren- und produktorientiert waren. Dies führte zu grossen Regulierungsunterschieden in verschiedenen Bereichen mit einem unzureichenden Kundenschutz und ungleichen Wettbewerbsbedingungen. Die neue Regulierungsstruktur richtet sich hingegen sektorenübergreifend nach Themen und basiert auf neuen Gesetzen zur Finanzmarktaufsicht (FINMAG), Finanzmarktinfrastruktur (FINFRAG), Finanzinstituten (FINIG) und Finanzdienstleistungen (FIDLEG). Das FINMAG, welches bereits seit 2009 in Kraft ist, regelt die Struktur, Kompetenzen, Sanktionen und anwendbaren Prozesse der FINMA. Zusammenfassend kann man den Inhalt des FINMA, im Gegensatz zum materiellen Finanzrecht aus dem Bankengesetz, Börsengesetz etc., als formelles Finanzrecht bezeichnen. Das FINFRAG ist seit Anfang 2016 gültig und reguliert die Organisation und den Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen sowie die Verhaltenspflichten der Finanzmarktteilnehmer beim Effekten- und Derivatehandel. Damit soll die Funktionsfähigkeit und Stabilität des Finanzsystems sowie der Schutz der Finanzmarktteilnehmer gewährleistet werden. Das FIDLEG bezweckt den Schutz der Kunden von Finanzdienstleistern sowie die Schaffung vergleichbarer regulatorischer Rahmenbedingungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen. Zentrale Aspekte dabei sind die Kundensegmentierung in professionelle und private Kunden, Verhaltensregeln am Point of Sale sowie eine detailliertere Produktdokumentation. Allerdings befindet sich der Entwurf des FIDLEG momentan noch in parlamentarischer Beratung und wird frühestens im Jahr 2019 in Kraft treten können, genau wie das FINIG. Beim FINIG stellt die zentrale Neuerung die Bewilligungspflicht für sämtliche Vermögensverwalter dar.

Neue Regulation Strukturierter Produkte

Es kommt in vier Aspekten zu zentralen Neuerungen bei Strukturierten Produkten. Erstens muss der Emittent eines Strukturierten Produkts an Privatanleger vorgängig ein Basisinformationsblatt (BIB) erstellen, welches leicht verständlich sein und eine fundierte Anlageentscheidung ermöglichen muss. Der vereinfachte Prospekt wird mit in Krafttreten der neuen Regulierung durch das BIB ersetzt werden. Zweitens muss der Prospekt neu vor der Veröffentlichung durch eine Prüfstelle geprüft werden, dabei profitieren Anleger insofern als nun eine Prüfstelle

die Vollständigkeit und Verständlichkeit des Prospekts garantiert. Drittens werden die Prüfpflichten am Point of Sale verschärft. Wenn sich die Beratung nur auf einzelne Transaktionen bezieht, dann ist im Rahmen einer Angemessenheitsprüfung zu untersuchen, ob die Finanzinstrumente angemessen sind und ob der Kunde bereits über Kenntnisse sowie Erfahrung in diesem Bereich verfügt. Sollte sich die Beratung auf das Gesamtportfolio beziehen sind mittels einer vertieften Eignungsprüfung zusätzlich die Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Kunden zu analysieren. Damit wird ein Teil der Verantwortung, ob der Anleger die für ihn optimale Anlageentscheidung bei einem Strukturierten Produkt trifft, auf den Finanzdienstleister übertragen. Im Hinblick auf die Komplexität und das bestehende Risikopotential stellt dies ein wichtiger Schritt für die Kunden dar, welche nun von einer erheblich verbesserten Risikoaufklärung profitieren können. Schliesslich muss als vierter Aspekt die Werbung für Strukturierte Produkte als solche erkennbar sein, auf den Prospekt sowie das BIB verweisen und mit den Angaben des Prospekts sowie des BIB übereinstimmen.

Auswirkungen der neuen Finanzmarktarchitektur

Die neue Finanzmarktregulierung bietet zahlreiche Vorteile. Der autonome Nachvollzug der internationalen Standards ist ein notwendiger Schritt, die Regulierung nach dem Grundsatz „same business, same rules“ fördert den Wettbewerb und die Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz. Durch die strengeren Bewilligungsvoraussetzungen werden mehr Finanzdienstleister einer prudentiellen Aufsicht unterstellt und die Kunden somit besser vor einem Konkursfall geschützt. Durch die Kundensegmentierung profitieren die Privatkunden von einem höheren Schutzniveau und umfassenden Risikoaufklärungspflichten seitens der Finanzdienstleister. Allerdings ist dies eine konstante Gratwanderung zwischen einem gerechtfertigten Schutz und der Bevormundung der Anleger, auch ein verstärkter Schutz mag zukünftige Verluste nicht verhindern. Die neuen Regulierungen sorgen auch für erhebliche Kosten bei Finanzdienstleistern und es ist zu befürchten, dass diejenigen mit genügend Marktmacht die zusätzlichen Kosten auf die Kunden transferieren werden und die Kunden im Gegenzug nicht im gleichen Masse von höherer Dienstleistungsqualität profitieren können. Der Fachexperte Christian Scheer äusserte im Interview seine Bedenken und wies darauf hin, dass die gestiegenen Kosten und erhöhten Bewilligungspflichten als Markteintrittsbarrieren wirken und eine Konsolidierung auf dem Finanzplatz Schweiz erzwingen werden. Kleinere Finanzinstitute werden verschwinden und das Geschäft wird sich auf wenige grosse Unternehmen konzentrieren, was wiederum für erhöhte Systemrisiken sorgt.

Abschliessende Beurteilung

Die neue Regulation Strukturierter Produkte ist der erhöhten Komplexität angemessen und die Risikoaufklärungspflichten sinnvoll, jedoch ist leider in vielen Aspekten der neuen Finanzmarktregulierung eine Überregulierung festzustellen. Ein fundierter Kundenschutz ist erstrebenswert, er darf aber nicht auf Kosten der Profitabilität der Finanzdienstleister gehen. Durch den Einbezug eines Interviewpartners wurde versucht, die Arbeit um die Sichtweise der Praxis zu ergänzen und andere Aspekte als die juristische Lehre zu gewichten. Dies bietet einige interessante Einblicke und ermöglicht eine differenziertere Sichtweise.