

Hannes Glaus\*

## Prudentielle Regulierung der Vermögensverwaltung über das Kollektivanlagegesetz?

Betrachtungen zum Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 14. Dezember 2009

### Inhaltsübersicht

- I. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 14. Dezember 2009
- II. Die Entwicklung des Begriffs der Öffentlichen Werbung und des Qualifizierten Anlegers
- III. Regulierung der Vermögensverwaltung
- IV. Ausblick

Über die die Kollektivanlageverordnung<sup>1</sup> sowie die FINMA-Rundschreiben öffentliche Werbung und Eckwerte der Vermögensverwaltung<sup>2,3</sup> führte die FINMA von vielen unbemerkt eine Art quasi-prudentieller Regulierung der unabhängigen Vermögensverwalter durch die SRO<sup>4</sup> ein und verstärkte den Schutz der kleineren Anlegern (Finanzvermögen unter CHF 2 Mio.). Der Beitrag erläutert diese Entwicklung ausgehend von einem Entscheid des Bundesverwaltungsgerichts<sup>5</sup>, der die Auslegung des Begriffs öffentliche Werbung im entsprechenden Rundschreiben für gesetzwidrig erklärt und damit eine wichtige Grundlage für die neue Regulierung in Frage stellt.

### I. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 14. Dezember 2009

Dem Urteil liegt eine Verfügung der FINMA zugrunde, die im Wesentlichen einem Schweizer Finanzintermediär sowie diversen mit diesem verbundenen Personen, einschliesslich einem Cayman Islands Investment Fund, vorwarf, rechtswidrig Publikumseinlagen ent-

gegen genommen, öffentlich für eine nicht genehmigte Kollektivanlage geworben sowie unbewilligte Effektenhändlerstätigkeit ausgeübt zu haben.

In diesem Rahmen interessiert der Aspekt der öffentlichen Werbung für kollektive Kapitalanlagen. Diesbezüglich erkannte das Bundesverwaltungsgericht, dass das Rundschreiben der FINMA zum Begriff der öffentlichen Werbung im massgeblichen Punkt nicht gesetzeskonform war. Massgeblich war vorliegend die Frage, ob die Bewerbung einiger weniger vorwiegend nahe stehender Personen öffentliche Werbung darstellt oder nicht. Während die FINMA die öffentliche – und damit genehmigungspflichtige – Werbung bejaht, kommt das Gericht zum gegenteiligen Schluss.

Das Gericht führt im Wesentlichen aus, dass dem Rundschreiben die Meinung zugrunde liegt, dass jegliche Werbung für Kollektivanlagen öffentlich und damit genehmigungspflichtig ist, wenn sie sich nicht ausschliesslich an qualifizierte Anleger richtet.<sup>6</sup> Zwar besagt Art. 3 des Kollektivanlagegesetzes (KAG)<sup>7</sup>, dass Werbung nicht als öffentlich gilt, wenn sie sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3 KAG richtet.<sup>8</sup> Daraus könne jedoch nicht der Umkehrschluss gezogen werden, dass alle Werbung an nicht qualifizierte Anleger genehmigungspflichtige öffentliche Werbung darstelle, meint das Bundesverwaltungsgericht.

Die Argumentation des Bundesverwaltungsgerichts leuchtet ein. Dem Vernehmen nach hat die FINMA das Urteil in diesem Punkt dennoch an das Bundesgericht weiter gezogen. Der Grund dürfte sein, dass der Begriff

\* Dr. iur. Rechtsanwalt, Lustenberger Glaus & Partner, Zürich.

<sup>1</sup> Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV) vom 22. November 2006 (Stand am 1. März 2008).

<sup>2</sup> FINMA-Rundschreiben 2009/1 Eckwerte zur Vermögensverwaltung, Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard.

<sup>3</sup> FINMA-Rundschreiben 2008/8 Öffentliche Werbung kollektive Kapitalanlagen, öffentliche Werbung im Sinne der Gesetzgebung über die kollektiven Kapitalanlagen.

<sup>4</sup> Selbstregulierungsorganisationen bzw. in diesem Zusammenhang von der FINMA anerkannte Branchenorganisationen im Bereich der unabhängigen Vermögensverwalter; vgl. auch Fussnote 18.

<sup>5</sup> Urteil vom Bundesverwaltungsgericht vom 14. Dezember 2009, B-7765/2008.

<sup>6</sup> FINMA-Rundschreiben 2008/8 (FN 3), Rz 9: «... jede Art von Werbung (vgl. Rz 6 ff.), die sich nicht ausschliesslich an qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3 und 4 KAG sowie Art. 6 Abs. 2 KKV richtet.»

<sup>7</sup> Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagegesetz, KAG) vom 23. Juni 2006.

<sup>8</sup> Art. 3 KAG Öffentliche Werbung: «Als öffentliche Werbung im Sinne dieses Gesetzes gilt jede Werbung, die sich an das Publikum richtet. Nicht als Werbung zu qualifizieren, ist namentlich die von beaufsichtigten Finanzintermediären erstellte Publikation von Preisen, Kursen und Inventarwerten. Die Werbung gilt als nicht öffentlich, wenn sie sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger gemäss Artikel 10 Absatz 3 richtet.»

der öffentlichen Werbung eine Bedeutung erlangt hat, die über den unmittelbaren Zweck hinausgeht.

## II. Die Entwicklung des Begriffs der Öffentlichen Werbung und des Qualifizierten Anlegers

Der Begriff der Öffentlichen Werbung hat eine lange Tradition, die weit in die Praxis der FINMA-Vorläuferin, der Eidg. Bankenkommision, und das alte Anlagefondsgesetz zurück reicht. Auch das Rundschreiben Öffentliche Werbung hatte verschiedene Vorläufer.

Unter Art. 2 Abs. 2 des alten Anlagefondsgesetzes (AFG) galt Werbung als nicht öffentlich, wenn sie sich bloss an einen eng umschriebenen Personenkreis richtete. In der Praxis galt die Bewerbung der bestehenden Kundschaft einer Bank oder eines Vermögensverwalters grundsätzlich als nicht öffentlich, solange sie nicht über die Medien und andere öffentliche Werbemittel erfolgte. Eine Einschränkung war lediglich für Banken zu machen, die über viele Tausende von Kunden verfügten wie die Grossbanken.

In der Folge wurde der Bereich der nicht-öffentlichen Werbung zunehmend eingeschränkt, aber auch differenziert. Vor allem gestützt auf Art. 22 Abs. 4 AFG galten schon früh Ausnahmen für institutionelle Anleger mit sog. professioneller Tresorerie.<sup>9</sup> Zu den institutionellen Anlegern gesellten sich mit der Zeit die von professionellen Vermögensverwaltern betreuten privaten Kunden hinzu. Zuerst galt das nur für den Bankbereich, dann auch für die unabhängigen Vermögensverwalter<sup>10</sup>, vorausgesetzt letztere betreuten ihre Kunden gestützt auf einen Vermögensverwaltungsvertrag, der den Standards der Schweizerischen Bankiervereinigung entsprach.<sup>11</sup>

Differenziert wurde weiter hinsichtlich der Art der Betreuung. Falls der Kunde sich nur beraten liess, die Anlageentscheide aber selber traf, durften ihm nur Banken und Effektenhändler nicht bewilligte Kollektivanlagen anbieten und dies auch nur sofern der private Kunde über Finanzanlagen von mindestens CHF 5 Mio. verfügte.<sup>12</sup>

Seit dem Jahr 2003 diskutierte man eine Totalrevision des Anlagefondsgesetzes. 2004 legte Prof. P. Forstmoser den Entwurf des heutigen Kollektivanlagegesetzes vor,

ein grosszügiger vorausschauender Wurf, der bis zur Inkraftsetzung am 1. Januar 2007 leider in verschiedener Hinsicht zerzaust wurde.

Der Gesetzesentwurf führte u.a. den Begriff des qualifizierten Anlegers ein. Umstritten war dieser Begriff vor allem in Bezug auf Privatpersonen. Die Europäische Fonds-Richtlinie sieht diesbezüglich als untere Schwelle ein Netto-Vermögen von €500'000 vor. Die EBK plädierte in der Vernehmlassung für eine Schwelle von CHF 5 Mio. in Anlehnung an das damalige Rundschreiben Öffentliche Werbung.<sup>13</sup>

Die hohen Anforderungen der EBK müssen auch vor dem Hintergrund der Revision der Europäischen Wertpapier-Richtlinie gesehen werden, die schliesslich in die heute gültige MIFID-Richtlinie<sup>14</sup> mündete. MIFID auferlegt den Finanzintermediären sehr strenge Sorgfaltspflichten beim Vertrieb von Anlageprodukten an Kleinanleger. Die MIFID-Grundsätze werden zunehmend auch in der Schweiz zum Standard; vor allem die grösseren Banken können nur schwerlich in der Schweiz ein anderes, leichteres Sorgfalts-Regime aufrechterhalten, wenn ihre Mitarbeiter in den EU-Tochtergesellschaften gleichzeitig das strenge MIFID-Regime einhalten müssen.

In der Endfassung sieht das KAG in Art. 10 vor, dass neben den diversen institutionellen Anlegern (Banken, Versicherungen, Unternehmen mit professioneller Tresorerie etc.) nur vermögende Privatpersonen als qualifiziert gelten, und die Verordnung spezifiziert, dass diese über ein Finanzvermögen von mindestens CHF 2 Mio. verfügen müssen.<sup>15</sup>

Die Interessenverbände der unabhängigen Vermögensverwalter setzten dann aber durch, dass der Bundesrat in der Verordnung den Kreis der qualifizierten Anleger auf all jene Anleger ausdehnte, die ihr Vermögen, sei es auch noch so klein, von einem Vermögensverwalter (oder einer Bank) verwalten lassen.<sup>16</sup> Damit entstanden zwei Kategorien von qualifizierten Anlegern, die Grossanleger einschliesslich der vermögenden Privatpersonen und die Kleinanleger, die nur bedingt qualifiziert sind, nämlich, falls sie ihr Vermögen von einem Vermögensverwalter (oder einer Bank) verwalten lassen. Durch die zweite Kategorie wurde der Begriff des qualifizierten Anlegers in der Schweiz stark überdehnt.

Immerhin verlangt der massgebliche Art. 6 Abs. 2 der KKV, dass der Vermögensverwalter «... den Verhaltensregeln einer Branchenorganisation untersteht, die von der Aufsichtsbehörde als Mindeststandards anerkannt

<sup>9</sup> Das Erfordernis der professionellen Tresorerie ist erfüllt, wenn der institutionelle Anleger mindestens eine fachlich ausgewiesene, im Finanzbereich erfahrene Person damit betraut, seine Finanzmittel dauernd zu bewirtschaften (EBK-Rundschreiben 2003/1 Öffentliche Werbung).

<sup>10</sup> EBK-Rundschreiben 2003/1 (FN 9).

<sup>11</sup> Richtlinien der SBVg für Vermögensverwaltungsverträge.

<sup>12</sup> EBK-Rundschreiben 2003/1 (FN 9), Rz 16a.

<sup>13</sup> EBK-Rundschreiben 2003/1 (FN 9) (Letzte Änderung 25./26. Januar 2006).

<sup>14</sup> Markets in Financial Instruments Directive vom 21. April 2004.

<sup>15</sup> Art. 6 Abs. 1 KKV.

<sup>16</sup> Art. 6 Abs. 2 KKV in Verbindung mit Art. 10 Abs. 3 lit. e und Abs. 4 KAG.

sind und ... [dass] der Vermögensverwaltungsvertrag den anerkannten Richtlinien einer Branchenorganisation entspricht.»

Hier setzte die FINMA den Hebel an. Das neue Kollektivanlagegesetz trat im Januar 2007 in Kraft. Im Dezember 2008 veröffentlichte die FINMA das Rundschreiben Eckwerte zur Vermögensverwaltung; es regelt die Mindestanforderungen für die Anerkennung der Verhaltensregeln einer Branchenorganisation (SRO).<sup>17</sup>

### III. Regulierung der Vermögensverwaltung

Das Rundschreiben Eckwerte zur Vermögensverwaltung hat seine Basis im Kollektivanlagegesetz, geht aber über den unmittelbaren Zweck hinaus. Es unterstellt die bisher nur im Geldwäscherei-Bereich regulierten unabhängigen Vermögensverwalter einer quasi-prudentiellen Regulierung durch die SRO's. So übernimmt das Rundschreiben beispielsweise in Randziffer 10 ausdrücklich den aus der Bankenwelt bekannten Begriff der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit.

Die verschiedenen SRO's entwickelten in der Folge entsprechende Verhaltensregeln und Muster-Vermögensverwaltungsverträge. Die FINMA führt die von ihr genehmigten Verhaltensregeln bzw. SRO's auf ihrer Website im Bereich FAQ (Frequently Asked Questions) betreffend Vermögensverwaltung (FAQ) auf.<sup>18</sup> Das Rundschreiben Eckwerte zur Vermögensverwaltung gibt den Vermögensverwaltern bis Ende 2010 Zeit, sich den Verhaltensregeln einer anerkannten SRO zu unterstellen und die Vermögensverwaltungsverträge den Mindeststandards anzupassen.<sup>19</sup>

Die so entstandene Regulierung der Vermögensverwaltung weist allerdings einen «Mangel» auf. Sie ist nur für jene Vermögensverwalter verbindlich, die öffentliche Werbung für Kollektivanlagen machen. Zwar sind die meisten Vermögensverwalter auf den Einsatz von Kollektivanlagen angewiesen aber – mindestens auf den ersten Blick – nicht auf eine öffentliche Bewerbung derselben.

An diesem Punkt setzt die im eingangs zitierten Urteil kritisierte ausdehnende Auslegung des Begriffs «Öffentliche Werbung» durch die FINMA ein. Das jüngste Rundschreiben Öffentliche Werbung erklärt, dass gegenüber Kleinanlegern (weniger als CHF 2 Mio. Finanzvermögen) jegliche Werbung öffentlich ist. Auch die FAQ halten fest, dass jegliches Andienen von Kol-

lektivanlagen gegenüber Kleinanlegern öffentliche Werbung darstellt.<sup>20</sup>

Theoretisch darf der Kleinanleger eine Kollektivanlage zwar dennoch tätigen, nämlich wenn er selber die Initiative ergreift, d.h. aktiv nach einer bestimmten Kollektivanlage fragt.<sup>21</sup> Der Kleinanleger muss aber irgendwie von der Kollektivanlage erfahren, um sie nachfragen zu können. Die FAQ setzen die diesbezüglichen Hürden so hoch, dass auch diese Alternative in der Praxis weitgehend ausser Betracht fällt.<sup>22</sup>

Im sog. Advisory-Geschäft - blosse Vermögensberatung im Gegensatz zur diskretionären Vermögensverwaltung – können Kleinanleger deshalb praktisch nicht mehr in Kollektivanlagen investieren.<sup>23</sup> Dies gilt m.E. auch für die Banken, mit gewissen Ausnahmen.<sup>24</sup>

Die FAQ stellen weiter klar, dass die Praxis zum Begriff der öffentlichen Werbung für alle Kollektivanlageprodukte gilt, namentlich auch für die zum öffentlichen Vertrieb von der FINMA zugelassenen kollektiven Kapitalanlagen. Das ist systemwidrig. Der Begriff der öffentlichen Werbung ist von der Entwicklung her auf die ausländischen Anlagefonds gemünzt, die nur öffentlich beworben werden dürfen, wenn sie über eine entsprechende Genehmigung der FINMA verfügen.<sup>25</sup> Die schweizerischen Kollektivanlagen verfügen automatisch über eine Genehmigung zum Vertrieb.

Man muss wohl annehmen, dass diese Ausdehnung der Praxis zur öffentlichen Werbung verhindern will, dass die Vermögensverwalter einfach auf zugelassene Anlagefonds ausweichen, um der (prudentiellen) SRO-Regulierung zu entgehen.

<sup>20</sup> FAQ Ziff. 16.

<sup>21</sup> FINMA-Rundschreiben 2008/8 (FN 3), Rz 6.

<sup>22</sup> Gemäss FAQ Ziff. 25a muss der Vermögensberater eine Art Schachspiel spielen: «... Bestimmte» Kollektivanlagen werden dann nicht – ungefragt – angeboten, wenn Kundinnen und Kunden gegenüber zunächst Grundbegriffe der Vermögensanlage erläutert werden und bspw. ausgeführt wird, was ein Aktien- bzw. Obligationenfond oder ein ETF ist. Gleiches gilt bei abstrakten Hinweisen auf Themen, Branchen, Länder usw. Spätestens dann muss die Kundschaft aber ihr Interesse bekräftigen, nunmehr über «bestimmte» Kollektivanlagen informiert zu werden.

<sup>23</sup> Der Vollständigkeit halber sei noch darauf hingewiesen, dass ein Vermögensverwalter, der über eine Vertriebssträger-Bewilligung für bestimmte Kollektivanlagen verfügt, diese Kollektivanlagen Kleinanlegern, einschliesslich seiner Kunden, anbieten kann (so weit er die einschlägigen Vorschriften einhält). In der Praxis dürften aber die wenigsten Vermögensverwalter über eine Vertriebsbewilligung für alle Kollektivanlagen verfügen, die sie ihren Kunden ins Depot legen.

<sup>24</sup> Eine Ausnahme bilden bei den Banken die zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen kollektiven Kapitalanlagen, da diese von den Banken auch ohne Vertriebssträgerbewilligung vertrieben werden können. Aber nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassene kollektive Kapitalanlagen sind auch für die von den Banken betreuten Kleinanleger in der Regel nicht zugänglich, sofern kein Vermögensverwaltungsvertrag vorliegt.

<sup>25</sup> Art. 19 KAG.

<sup>17</sup> FINMA-Rundschreiben 2009/1 (FN 2).

<sup>18</sup> <http://www.finma.ch/D/FAQ/BEAUFSICHTIGTE/Seiten/faq-vermoegensverwaltung.aspx>.

<sup>19</sup> FAQ Ziff. 39.

Die FINMA geht noch einen Schritt weiter und erklärt, dass der Vermögensverwalter selber nur dann ein qualifizierter Anleger ist, wenn er sich einer prudentiellen SRO-Regulierung unterstellt. Das heisst, die Fonds-Anbieter dürfen ihre Kollektivanlageprodukte – ob öffentlich zugelassen oder nicht – nicht einmal dem Vermögensverwalter anbieten, wenn dieser nicht SRO-reguliert ist.<sup>26</sup>

#### IV. Ausblick

Die Zielsetzung der FINMA ist klar. Sie will die Kleinanleger (Finanzvermögen von weniger als CHF 2 Mio.) einem höheren Anlegerschutz unterstellen und die Schweizer Vermögensverwaltungsbranche an eine entsprechende prudentielle Regulierung heranführen. Nach mehreren Jahren Anlegerschutz auf MIFID-Niveau in Europa, dem Platzen von kapitalgeschützten Lehmann-Produkten und Madoff ist dieses Anliegen verständlich.

Aber ist die extensive Auslegung des Kollektivanlagegesetzes, namentlich des Begriffs der öffentlichen Werbung, das richtige Mittel dazu? Bräuchte es nicht eher ein neues Gesetz, eine Art übergreifenden Konsumentenschutz im Finanzbereich, wie eben in den USA eingeführt? Es geht schliesslich nicht nur um Kollektivanlagen sondern auch um strukturierte Produkte. Und selbst der verantwortungslose Einsatz von konventionellen Anlagen wie Aktien und Obligationen kann Schaden anrichten.

Wir erwarten jedenfalls mit Spannung die Stellungnahme des Bundesgerichts zum Begriff der öffentlichen Werbung. Falls das Bundesgericht die diesbezügliche Haltung des Bundesverwaltungsgerichts bestätigt, könnte die Diskussion um ein umfassendes Finanzdienstleistungsgesetz neuen Auftrieb erhalten.

Nimmt sich das Bundesgericht allerdings noch etwas Zeit für seine Entscheidung, dürften gegen Ende Jahr die meisten Vermögensverwalter unter den (prudentiellen) Fittichen einer SRO sein, womit das Thema fürs erste vom Tisch wäre. Mittelfristig kommen wir wahrscheinlich um eine vertiefte Diskussion im Lichte der Entwicklungen in Europa und allenfalls auch Übersee nicht herum.

---

<sup>26</sup> M.E. kann ein Vermögensverwalter aber gegebenenfalls ein qualifizierter Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3 lit. d oder lit. e KAG sein, falls er die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt.