

## 6 Der Kunde? Stets ignorant!

**Wo endet der Anlegerschutz und beginnt die Bevormundung?  
Eine Lektüre der neuen EU-Richtlinien über Märkte für Finanzinstrumente zeigt:  
Die Schweiz sollte besser die Finger davon lassen.**

von *Thomas Hauser*

Was hat ein Anlageprodukt mit einem Staubsauger gemeinsam? Beide werden von den Brüsseler Bürokraten unter angeblich guten Vorwänden – Umweltschutz und Anlegerschutz – bis ins Detail reglementiert. Während die Verordnung 666/2013 der Europäischen Kommission die früher übliche Staubsaugerleistung von 2000 Watt auf künftig 900 Watt beschränkt, reglementiert die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Mifid I/II) den Umgang mit Anlageprodukten. Und was tut die Schweiz? Unter dem Vorwand der Notwendigkeit einer äquivalenten Regulierung zur Sicherung des Marktzugangs in den EU-Raum übernimmt sie dieses Bürokratiemonster und verschärft es stellenweise sogar. Die Ausarbeitung des Finanzdienstleistungsgesetzes (Fidleg) und des Finanzinstitutsgesetzes (Finig) ist auf der Ziellinie. Allein, fragen wir unbotmässig: Bringen diese Regelwerke wirklich einen besseren Anlegerschutz und den Marktzugang?

Die Antwort ist kurz und bündig: Nein.

Der Marktzugang ist damit nicht gewährleistet. Für den Marktzutritt sind jeweils die einzelnen EU-Mitglieder zuständig; diese können an Zutrittsbeschränkungen trotz ähnlicher Schweizer Regeln festhalten. Es bleibt also die Hoffnung auf einen besseren Anlegerschutz. Berechtigterweise? Zweifel sind angebracht. Ein guter Anlegerschutz steht auf drei Säulen. Das sind erstens einfache Regeln, die dem Anleger den Zugriff auf Informationen sichern, auf deren Grundlage er eigenverantwortlich entscheiden kann. So ist es beispielsweise richtig, dass versteckte Kosten, Retrozessionen und Vertriebsentschädigungen offengelegt werden. Nur so kann der Anleger abschätzen, ob der Berater einem latenten Interessenkonflikt unterliegt. Zweitens müssen sich Anleger effizient zur Wehr setzen können, wenn ein systematischer Missbrauch seitens eines Anbieters vorliegt. Und drittens muss die Strafverfolgung rasch und mit aller Härte erfolgen.

Nach den Bausteinen dieser drei Säulen habe ich im Finanzdienstleistungsgesetz gesucht. Beginnen wir mit der Bereitstellung von Informationen. Was benötigt der Anleger für den eigenverantwortlichen Entscheid? Diese Frage scheint aus Fidleg-Sicht falsch gestellt. Denn aus Sicht des Gesetzgebers kann der

---

### Thomas Hauser

ist promovierter Ökonom und arbeitet als geschäftsführender Partner der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG.

Anleger per definitionem nicht eigenverantwortlich entscheiden, folglich muss er beschützt – das klingt besser als bevormundet – werden. Damit entzieht der Staat dem Anleger die ultimative Verfügungsgewalt über sein Eigentum. Wenn beispielsweise eine erfolgreiche Unternehmerin mittleren Alters nach dem Firmenverkauf für sich entscheidet, die Hälfte der Mittel in ein Aktienmandat zu legen, geht das nicht ohne weiteres. Sie muss dem jungen Banker ermöglichen, eine Eignungsprüfung hinsichtlich ihrer Anlagevorhaben vorzunehmen. Dazu hat sie ihre finanziellen Verhältnisse und Anlageziele offenzulegen. Tut sie das nicht, darf er kein Mandat annehmen. Der angestellte Banker wird gewissermassen per Staatsdekret zum Vormund der Unternehmerin. Da wird der Bock zum Gärtner gemacht! Selbstverständlich ist es zentral, die Eignung (oder Nichteignung) einer Anlagestrategie oder eines Produktes aufzuzeigen – aber nur, wenn die Anlegerin dies will.

Statt mit klaren Informationen über Kosten und mögliche Interessenkonflikte wird der Anleger künftig mit einer Papierlawine zugedeckt. Er wird kaum mehr zwischen wichtigen und unwichtigen Informationen unterscheiden können. Bei vielen Dokumenten wird er unterschreiben müssen, dass er die einschlägigen Risiken kenne und damit einverstanden sei. Bei einer solchen Papierschlacht gewinnt stets die Bank oder der Vermögensverwalter. Während die Anlegerin nach der Finanzkrise allenfalls vor Gericht geltend machen konnte, schlecht beraten worden zu sein, wird bei der nächsten Krise die Bank auf ein Dokument verweisen können, das die Anlegerin unterzeichnet hat.

Eine besonders groteske Wirkung kann die – auf den ersten Blick sinnvoll anmutende – Angemessenheitsprüfung haben, in deren Zuge der Finanzdienstleister prüft, ob die Kundin die nötigen Kenntnisse und Erfahrungen für den Erwerb eines Finanzproduktes aufweist. Dies ist im Rahmen

von telephonischen Beratungsmandaten derart schwer umsetzbar, dass in Deutschland seit der Einführung von Mifid Beratungsmandate eine aussterbende Spezies sind. Stattdessen tätigen die Kunden die Anlagen ohne Beratung – es bleibt offen, ob dies die Anleger besser schützt. Bei Vermögensverwaltungsmandaten, bei welchen der Kunde die Anlageentscheidung an den Vermögensverwalter abtritt, hat die Angemessenheitsprüfung in Deutschland dazu geführt, dass seitenlange Fragebogen auszufüllen sind: Wie viele Aktientransaktionen hat der Anleger in den letzten 12 Monaten ausgeführt? Wie viele Währungswechsel hat er in dieser Zeitspanne vorgenommen? Seit wie lange hat er Erfahrung mit riskanten Anlagen wie strukturierten Produkten? Was der Gesetzgeber vergessen hat: Oft vergeben Kunden, gerade weil sie keine Erfahrung haben, ein Vermögensverwaltungsmandat. Beim Abfragen der Erfahrung beisst sich somit die Katze in den Schwanz. Darum gilt wie bei einer Beziehung: Prüfe, wer sich bindet! Eine lange Liste möglicher Folgen des Zusammenseins hilft nicht weiter. Der Anleger muss überzeugt sein, einen kompetenten, kundenorientierten und ehrlichen Anbieter ausgewählt zu haben – es geht mithin um Vertrauen. Dieser Entscheid kann ihm aber in einer freien Gesellschaft niemand abnehmen. Und dieser Entscheid kann sich im Nachhinein – leider – als falsch herausstellen.

Dort greift dann der zweite Baustein eines guten Anlegerschutzes, die rechtlichen Verteidigungsmöglichkeiten. Das Fidleg sieht insbesondere eine obligatorische Ombudsstelle, einen Prozesskostenfonds, die Beweislastumkehr und Sammelklagen vor. Der Anleger soll sich zur Wehr setzen können, wenn ein Finanzdienstleister systematisch falsch berät. Eine unvorteilhafte Wertentwicklung ist für den Kunden das offensichtlich Wahrnehmbare, sie ist aber kein hinreichendes Indiz für eine falsche Beratung. Man könnte jedoch unterstellen, dass der Anleger durch das Fidleg geradezu zum Beschreiten des Rechtsweges animiert werde. Vor Beginn der Zusammenarbeit wurde er von der Bank informiert, an welche Ombudsstelle er sich im Falle von Problemen wenden könne. Zudem weiss der Kunde aber, dass alle Finanzdienstleister einen Prozesskostenfonds speisen müssen, damit er gratis klagen kann. Und als Krönung gilt noch die Beweislastumkehr: Der Finanzdienstleister gilt grundsätzlich als schuldig, ausser er kann beweisen, dass er alles richtig gemacht hat! Die Beweislastumkehr entspricht nicht unserer Rechtstradition, wonach der, der einen Schaden geltend machen will, diesen auch belegen muss. Die Beweislastumkehr gilt nicht einmal im Umgang mit Ärzten und Spitälern, wo es um Leben und Tod gehen kann und nicht «bloss» um Geld. Die Beweislastumkehr erscheint als reine Strafaktion gegen die Finanzbranche.

Der dritte Baustein des Anlegerschutzes ist die effiziente Strafverfolgung. Hierzu ein Beispiel: Erinnern Sie sich an den Milliardenbetrüger Madoff, der über Jahre ein Schneeballsys-

tem unterhalten und einen Schaden von rund 50 Milliarden Dollar verursacht hat? Er wurde in den USA im Dezember 2008 verhaftet. Ein halbes Jahr später wurde er zu 150 Jahren Gefängnis verurteilt. Erinnern Sie sich auch noch an Dieter Behring? Sein Imperium mit Schaltzentrale in Basel kollabierte 2003; er wurde 2004 vorübergehend verhaftet. Es sollen rund 2000 Geschädigte 820 Millionen Franken verloren haben. Die ersten mutmasslichen Taten sind bereits verjährt, angeklagt ist er noch nicht. Was helfen noch so detaillierte Regeln, wenn die grossen Rechtsfälle nicht speditiv abgearbeitet werden? Ähnliche Tendenzen sind in der Schweiz auch im Bereich Insiderhandel zu beobachten. Was wir in der Schweiz brauchen, ist nicht eine Vielzahl neuer Regeln, sondern eine effizientere Strafverfolgung.

Das Kopieren dieser bürokratischen Regulierung von der EU hat weitere Folgen: Die Kosten bei den Finanzdienstleistern und bei der Behörde steigen, ohne wirklichen Kundennutzen zu erzeugen. Letztlich werden die Konsumenten von Finanzdienstleistungen diese Kosten tragen müssen, was der bei den aktuellen Zinsen ohnehin tiefen Rendite zusetzen dürfte. Zudem führt das Errichten regulatorischer Hürden zu Marktzutrittsbeschränkungen; davon profitieren die grossen Finanzdienstleister. Die im Markt verbleibenden Anbieter dürfte dies freuen. Dass jene profitieren, die die Finanzkrise und die Regulierungswelle mitzuverantworten haben, wirkt stossend. Ironie der Geschichte ist, dass diese grossen Finanzdienstleister auch bisher schon vom Regulator eng überwacht worden sind – gebracht hat dies offensichtlich wenig. Die beste Garantie für eine gute Dienstleistungsqualität wären geringe Markteintrittshürden, wenn also nicht nur bisherige Anbieter ausscheiden, sondern auch neue ungehindert dazustossen könnten. Wettbewerb ist auch Anlegerschutz! Das Argument des Anlegerschutzes wird dann ad absurdum geführt, wenn der Gesetzgeber mittels Übergangsregelung jene Vermögensverwalter von der Bewilligungspflicht ausnehmen will, die 15 Jahre im Markt sind und keine neuen Kunden mehr annehmen. Entweder sollte das gewerbliche Verantwortungsbewusstsein hochgehalten werden, dann steht eine so bürokratische Gesetzgebung quer in der Landschaft, oder der Gesetzgeber ist von der Notwendigkeit eines solchen Anlegerschutzes überzeugt, dann soll er aber für alle Anbieter und Kunden gelten!

Nochmals zurück zur Analogie zum Staubsauger respektive zum Umweltschutz: Hauptsache, der Staubsauger braucht weniger Energie, egal ob er noch wirkungsvoll saugt. Muss deshalb länger gesaugt werden, bringt der gedrosselte Staubsauger statt Umweltschutz Umweltschmutz. Das gilt auch beim Anlegerschutz: Will der Gesetzgeber zu viel im Detail, bewirkt er insgesamt das Gegenteil. Einen guten Schutz bietet Bildung; vermutlich würde man mehr erreichen, wenn auch der Umgang mit Geld ein Thema an den Grundschulen würde. ◀