

## Die Pflicht zur Produktekenntnis («Know Your Product») in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung

Von PD Dr. Jean-Marc Schaller, Rechtsanwalt (Zürich)\*

*Advisors and asset managers are required to know the products they recommend to clients (advisory) or that they have included in their client portfolios (discretionary). Although Swiss law does not explicitly provide for a rule dealing with this issue, «Know Your Product» is nevertheless deemed to be a part of the advisor's and asset manager's general duty of care (article 398 para. 2 Swiss Code of Obligations). Accord-*

*ingly, both advisors and asset managers must gather in-depth product information, particularly in terms of risks associated with any particular product and suitability with respect to the client. To that end, advisors and asset managers have to consult the most relevant information sources depending on the kind of product in question. Specific product knowledge is required for structured products and Exchange Traded Funds.*

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Keine (ausdrückliche) Normierung
  - 1. im geltenden Recht
  - 2. im Anlageberatungs-/VV-Vertrag (bzw. in den AGB)
- III. Anknüpfungspunkte
  - 1. Sorgfaltspflicht des Beauftragten (Art. 398 Abs. 2 OR)
  - 2. SBVg-Richtlinien «Vermögensverwaltung»
  - 3. Weitere Selbstregulierung: VSV-Standesregeln
- IV. Pflicht zur Produktekenntnis («KYP») im Einzelnen
  - 1. Grundsatz: «Durchschnitt» als Massstab
  - 2. Kenntnis der Eigenschaften und Risiken eines Produkts (vs. allgemeine Markterwartungen)
    - 2.1 Kenntnis wesentlicher Eigenschaften vs. vertiefte Produktekenntnis
    - 2.2 Disclose or Abstain: Offenlegungspflichten gegenüber dem Kunden
  - 3. Informationsquellen (Konsultationspflichten)
    - 3.1 Ausgangslage
    - 3.2 «Bond»-Entscheid./deutsche Rechtsprechung und Lehre
    - 3.3 Schweizerischer Approach
    - 3.4 Indices alarmants/Red Flags: Prüfbliedigkeiten
  - 4. Spezifische Produktekenntnis
    - 4.1 Strukturierte Produkte
    - 4.2 Exchange Traded Funds («ETFs»)
- V. Ergebnis: Eckwerte einer «KYP» für Anlageberater und Vermögensverwalter

### I. Einleitung

Die Pflicht eines Anlageberaters oder Vermögensverwalters, die Produkte zu kennen, die er seinen Kunden empfiehlt (Anlageberatung) oder in deren Portfolio integriert (Vermögensverwaltung), ist nicht erst seit *Madoff* und *Lehman* praktisch relevant. Jedoch waren diese beiden Fälle der Auslöser für die Befassung mit dem Kenntnisstand der

Anlageberater und Vermögensverwalter mit Bezug auf die von ihnen eingesetzten Finanzprodukte. So äusserte sich die FINMA im Rahmen ihres *Madoff-/Lehman-Berichts* dahingehend, dass sich in beiden Fällen ein «relativ unbeachtet gebliebenes Risiko»<sup>1</sup> verwirklicht habe, nämlich das Betrugs- (*Madoff*) bzw. Gegenparteiisiko (*Lehman*); insofern eine deutliche Rüge der FINMA am (zumindest) damaligen Informations- und Wissensstand der Anlageberater und Vermögensverwalter, der alsdann auch in der juristischen Doktrin<sup>2</sup> als unzureichend kritisiert wurde. Weiter ortete die FINMA im Rahmen ihres «FINMA-Vertriebsberichts»<sup>3</sup> Lücken in der rechtlichen Erfassung einer unzureichenden Aufklärung der Kunden hinsichtlich der Risiken einzelner Finanzprodukte und erarbeitete ein Konzept zur stärkeren Regulierung der Dienstleistungen von Vermö-

\* Der Autor ist Privatdozent für Privatrecht und Bankrecht an der Universität Zürich sowie Rechtsanwalt in Zürich. Er ist im Bereich Anlageberatung und Vermögensverwaltung beratend und prozessierend tätig. Ausserdem hat er zur vorliegenden Thematik anlässlich der Tagung Anlageberatung und Vermögensverwaltung des Instituts für Rechtswissenschaft und Rechtspraxis (Universität St. Gallen) am 28. Juni 2011 in Zürich ein Referat gehalten.

<sup>1</sup> Vgl. FINMA-Bericht «*Madoff-Betrug* und Vertrieb von *Lehman*-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft» (2. März 2010), S. 4.

<sup>2</sup> Vgl. etwa *Wolfgang Wiegand*, Die Finanzmarktkrise und die Informations- und Beratungspflicht im Bankgeschäft, in: Kunz/Herren/Cottier/Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, S. 640: «Es sind Anlageinstrumente vertrieben worden, deren Zusammensetzung und Funktion den handelnden Personen [mitsamt Zusatzbemerkung in dortiger Fn. 40: «... offenkundig nicht nur in den unteren Etagen der Finanzinstitute»] nicht wirklich klar waren.»

<sup>3</sup> FINMA-Vertriebsbericht «Regulierung von Produkten und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen» (Oktober 2010).

gensverwaltern und Anlageberatern. Hieraus ist für die vorliegende Thematik folgende Feststellung der FINMA von besonderer Relevanz:<sup>4</sup>

«In einigen Fällen wurden Produkte nicht nur von den Kunden, sondern auch von den Vertreibern selbst nicht mehr ausreichend verstanden. Zum Teil wurden Renditemöglichkeiten einseitig betont und Kosten und Risiken zurückhaltend geschildert.»

Eine Analyse dieses Zitats zeigt, dass die Kritik der FINMA im ersten Teil (1. Satz) nicht eigentlich an eine Verletzung der Aufklärungspflicht des Anlageberaters oder Vermögensverwalters gegenüber dem Kunden, d.h. im Aussenverhältnis, anknüpft; solches ist erst im 2. Teil (2. Satz) der Fall. Vielmehr richtet die FINMA den Fokus auf das Innenverhältnis, mithin auf den «inneren» Kenntnisstand des Finanzdienstleisters. Das ist folgerichtig, geht es doch bei der vorliegenden Thematik nicht (jedenfalls nicht direkt) um die Auf- und Abklärungspflichten im Zusammenhang mit *Know Your Customer*, sondern vielmehr um die zeitlich vorgelagerte, örtlich im *Back-Office* zu erfüllende Pflicht eines Anlageberaters oder Vermögensverwalters zur Kenntnis der von ihm empfohlenen oder eingesetzten Finanzprodukte. Diese in der Doktrin bis anhin nur ansatzweise thematisierte<sup>5</sup> Pflicht lässt sich schlagwortartig mit *Know Your Product* («KYP») umschreiben.<sup>6</sup>

## II. Keine (ausdrückliche) Normierung

### 1. im geltenden Recht

Das geltende Recht sieht eine «KYP»-Pflicht nicht ausdrücklich vor. Weder im Aufsichtsrecht noch im Schuldrecht oder im Bereich der Selbstregulierung der Branche lässt sich eine entsprechende Norm finden, welche sich unmittelbar und einlässlich mit dieser Pflicht befassen würde. Nachstehend ist daher aufzuzeigen, aus welchen Normen sich die Pflicht zur Produktekenntnis zumindest ansatz- bzw. annäherungsweise konkretisieren lässt.

### 2. im Anlageberatungs-/VV-Vertrag (bzw. in den AGB)

Inhalt und Umfang einer «KYP» zählen in aller Regel nicht zum Gegenstand eines Anlageberatungs- oder Vermögensverwaltungsvertrags mitsamt allenfalls zugehörigen Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB).<sup>7</sup> Indessen wäre es durchaus möglich und sinnvoll, die Pflicht zur Produktekenntnis zum Bestandteil der vertraglichen Abreden zu machen und in diesem Rahmen möglichst konkret auszuformulieren: So könnten diejenigen Informationsquellen, die der Anlageberater oder Vermögensverwalter zwingend zu konsultieren hat, einzeln *aufgelistet* werden, mit *Ausschlusswirkung* betreffend sämtliche anderen/weiteren Informationsquellen (Rechtsmissbrauch vorbehalten). Rechtssicherheit und -vorhersehbarkeit würden damit jedenfalls erhöht.

## III. Anknüpfungspunkte

### 1. Sorgfaltspflicht des Beauftragten (Art. 398 Abs. 2 OR)

Anknüpfungspunkt der Pflicht zur Produktekenntnis eines jeden Anlageberaters oder Vermögensverwalters, ob (staatlich) beaufsichtigt oder nicht, ist die Pflicht eines Beauftragten, das Mandat mit der nötigen *Sorgfalt* zu betreuen (Art. 398 Abs. 2 OR). Für die vorliegende Thematik lässt sich hieraus als einleitender Grundsatz ableiten, dass nur derjenige Anlageberater und Vermögensverwalter seiner Sorgfaltspflicht<sup>8</sup> nachkommt, welcher die von ihm seinen Kunden empfohlenen bzw. in deren Portfolio integrierten Produkte kennt. Denn nur bei Produktekenntnis ist der Anlageberater und Vermögensverwalter in der Lage, die *Eignung* («Suitability») des einzelnen Produkts für den betreffenden Kunden abzuschätzen.

### 2. SBVg-Richtlinien «Vermögensverwaltung»

Eine gewisse Konkretisierung hat die Pflicht zur Produktekenntnis in den Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankier-

<sup>4</sup> Vgl. FINMA-Vertriebsbericht (Fn. 3), S. 3.

<sup>5</sup> Vgl. hinten IV.3.3.

<sup>6</sup> Dieser Terminus wurde bereits in vergleichbarem Zusammenhang verwendet, so von *Daniel Haerberli* als Titel seines Referats «Strukturierte Produkte – «Know your product» (Tagung «Entwicklungen im Finanzmarktrecht VIII» vom 12. Mai 2011).

<sup>7</sup> So führen auch die VSV-Standesregeln die Pflicht zur Produktekenntnis im Anhang A nicht als «im schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag zu regelnde[n] Punkt» (vgl. den Übertitel dieses Anhangs) auf.

<sup>8</sup> Allenfalls kann auch eine Weisungsverletzung vorliegen.

vereinigung («VVRL»; Ausgabe 2010) erfahren. So bestimmt Art. 7 Abs. 2 VVRL: «Die Bank ist verpflichtet, die in das Depot des Kunden aufzunehmenden Anlagen mit Sorgfalt auszuwählen.» Die zugehörige Kommentierung konkretisiert diese Pflicht insoweit, als sich die Bank bei der Wahl der Anlagen auf *zuverlässige Informationsquellen* zu stützen und die Anlagen regelmässig zu überwachen hat. Weiter wird in der Kommentierung zu Art. 4 VVRL ausgeführt, dass der Vermögensverwalter bzw. dessen Mitarbeiter über die erforderlichen Fachkenntnisse verfügen müssen. Mit Bezug auf Derivate ist schliesslich in der Kommentierung zu Art. 8 VVRL die Rede von «sorgfältiger und fachgerechter Anwendung».

Um diesen Regeln nachzukommen, bedarf es eines entsprechend erworbenen *Know-how* des Vermögensverwalters: So muss der Vermögensverwalter für eine sorgfältige Auswahl und fachmännische Anwendung von Produkten, unter Berücksichtigung des Risikoprofils des Kunden, die Chancen und Risiken eines Produkts stets *kennen*, wobei er verpflichtet ist, hierfür zuverlässige Informationsquellen zu konsultieren.<sup>9</sup> Indessen bleibt auch unter diesen selbstregulatorischen Bestimmungen noch (zu) Vieles offen: Weder wird festgelegt, in welchen Fällen eine Auswahl bzw. die Anwendung eines Produkts (insbesondere, was die Risiken in Relation zum Risikoprofil bzw. zur gewählten Anlagestrategie anbetrifft), als «sorgfältig» und «fachmännisch» zu qualifizieren ist, noch wird ausgeführt, was mit «zuverlässigen» Informationsquellen gemeint ist.

### 3. Weitere Selbstregulierung: VSV-Standesregeln

Andere Selbstregulierungserlasse führen hier nicht viel weiter.<sup>10</sup> Immerhin ist aber ein Vermögensverwalter gemäss den Ausführungsbestimmungen

(Ziff. 24) zu Art. 6 der Schweizerischen Standesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung (VSV-Standesregeln; Stand 1. Oktober 2009) verpflichtet, den Kunden zu informieren, falls dieser eine Dienstleistung nachfragt, über welche der Vermögensverwalter «keine genügende Kenntnis hat». Doch auch hier bleibt offen, welcher Kenntnisstand genügt (oder gerade nicht genügt).

## IV. Pflicht zur Produktekenntnis («KYP») im Einzelnen

### 1. Grundsatz: «Durchschnitt» als Massstab

Grundsätzlich wird der einzelne Anlageberater oder Vermögensverwalter am Durchschnitt in der entsprechenden Branche gemessen.<sup>11</sup> Solches erscheint grundsätzlich auch hinsichtlich der KYP-Pflicht angebracht: Massstab ist der Branchendurchschnitt, freilich der *objektivierte* Branchendurchschnitt und nicht ein tatsächlich in der Branche vorhandener (empirisch zu ermittelnder) Mittelwert. Mit anderen Worten ist grundsätzlich derjenige Grad an Produktekenntnis massgebend, den ein gewissenhafter Branchenangehöriger in derselben Situation, d.h. unter vergleichbaren Umständen, haben *soll*.<sup>12</sup>

In einer ersten Annäherung an diesen Sorgfaltsmassstab ist im Sinne einer Negativ-Abgrenzung festzuhalten, dass ein Anlageberater oder Vermögensverwalter nicht generell über ein Fachwissen über ein Produkt verfügen muss, wie es etwa ein Branchenanalyst besitzt.<sup>13</sup> Anlageberater und Vermögensverwalter sind grundsätzlich «Generalisten». Ein Kunde darf von ihnen gestützt auf die Tatsache, dass einer jeden Anlageberatung und Vermögensverwaltung eine Anlagestrategie zugrunde gelegt werden muss, welche nur schon aus Gründen der Risikodiversifikation auf verschiedene Anlageklassen ausgerichtet ist,

<sup>9</sup> Dazu einlässlich hinten IV.3.

<sup>10</sup> Die Ausführungsbestimmungen (Ziff. 6) zu Art. 4 VSV-Standesregeln besagen zwar, dass Effektenhandelsaufträge des Vermögensverwalters «aufgrund von allgemein zugänglichen oder veröffentlichten Informationen oder daraus abgeleiteten Informationen zu erfolgen haben», doch wird aus dem Kontext klar, dass damit lediglich eine Abgrenzung zu Insider-Informationen erfolgen soll; eine Normierung (oder gar Konkretisierung) der zu konsultierenden Informationsquellen über ein bestimmtes Produkt erfolgt damit nicht. – Auch im Rundschreiben der FINMA, Eckwerte zur Vermögensverwaltung (FINMA-RS 2009/1), wird auf die vorliegende Thematik in den Rz. 16–18 lediglich indirekt Bezug genommen.

<sup>11</sup> Vgl. (mit Bezug auf den Vermögensverwalter) den Entscheid BGer. vom 15. September 2004 (4C.126/2004), E. 2.2; alsdann *Christophe Rosat*, Der Anlageschaden – Schadensberechnung beim Vermögensverwaltungsmandat, Diss. Bern 2009, S. 50 ff., 57; *Hans Peter Walter*, Prozessuale Aspekte beim Streit zwischen Kunden und Vermögensverwalter, ZSR 2008 I, S. 114.

<sup>12</sup> Angelehnt an die entsprechenden Formulierungen in den Entscheiden BGer. vom 10. Oktober 2006 (4C.158/2006), E. 3.1 und BGE 115 II 64.

<sup>13</sup> Bsp.: ein auf die Pharma-Branche spezialisierter Finanzanalyst.

in der Regel nicht erwarten, dass spezifisches Branchenwissen vorhanden ist. Vielmehr hat sich die Erwartungshaltung des Kunden darauf zu beschränken, dass (noch zu konkretisieren) hinreichend Kenntnis vorliegt über sämtliche gängigen Anlageklassen und Finanzprodukte. Anders verhält es sich, wenn ein Kunde *explizit* um Rat fragt zu einem *spezifischen Produkt*. Hier hat sich der Anlageberater die entsprechende Kenntnis vor der Beratung anzueignen. Ebenfalls verschärfend wirkt eine vorhandene Spezialisierung dann, wenn diese gegenüber der Kundschaft im Vorfeld des Vertragsschlusses oder bei Durchführung des Vertrags (etwa zu Werbezwecken) offengelegt wird.

Die «KYP» lässt sich daher auf einer ersten, allgemeinen Ebene insoweit gleichzeitig extensiv wie auch restriktiv definieren, als sich ein *anlageklassen-, produkte- und sektorübergreifendes Wissen* als unabdingbar erweist, gleichzeitig und grundsätzlich indes nicht der Wissensstand eines Branchenspezialisten erreicht werden muss.<sup>14</sup> Damit bleibt jedoch die (insbesondere für eine Haftung entscheidende) Frage (noch) offen, in welcher *Quantität* («Wie viel soll ein Berater oder Verwalter über ein Produkt wissen?»<sup>15</sup>) einerseits und *Qualität* («Welche Informationsquellen soll er hierfür konsultieren?»<sup>16</sup>) andererseits der Vermögensverwalter oder Anlageberater zu einer entsprechenden «KYP» verpflichtet ist.

Beizufügen bleibt, dass sich die Pflicht eines Anlageberaters zur Produktekenntnis von derjenigen eines Vermögensverwalters nicht unterscheidet. Beide Finanzdienstleister haben grundsätzlich über dieselbe Produktekenntnis zu verfügen.<sup>17</sup>

<sup>14</sup> Falls ein Anlageberater oder Vermögensverwalter gestützt auf eine Weiterbildung oder anderweitige Spezialisierung (etwa aus früherer Tätigkeit) gleichwohl über äquivalentes Spezialwissen verfügt, ist dies selbstredend wünschenswert. Eine Pflicht zu einer solch «speziellen» Produktekenntnis besteht hingegen grundsätzlich *nicht* (vgl. zu den Ausnahmen indes oben im Text).

<sup>15</sup> = Pflicht zur Kenntnis wesentlicher Eigenschaften vs. vertiefte Kenntnis eines Produkts, vgl. hinten IV.2.1.

<sup>16</sup> = Informationsquellen (Konsultationspflichten), vgl. hinten IV.3.

<sup>17</sup> Ähnlich (für das deutsche Recht) bereits *Peter Balzer*, in: *Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg 2009, § 51 (Vermögensverwaltung) N 36: «Bei der Umsetzung der Anlagerichtlinien treffen den Vermögensverwalter Recherchepflichten im Hinblick auf die beabsichtigten Anlageobjekte. ... Bei der Bestimmung des Inhalts dieser Verpflichtung kann auf die Grundsätze zu-

## 2. Kenntnis der Eigenschaften und Risiken eines Produkts (vs. allgemeine Markterwartungen)

### 2.1 Kenntnis wesentlicher Eigenschaften vs. vertiefte Produktekenntnis

In grundsätzlicher Hinsicht bedarf es vorab des Hinweises, dass ein Anlageberater und Vermögensverwalter, solange und soweit es um die Erfüllung seiner Pflicht zur *Aufklärung* des Kunden geht, «nur» die *wesentlichen* Eigenschaften eines Produkts kennen muss. Denn grundsätzlich muss er den Kunden auch nur über *diese* Eigenschaften in Kenntnis setzen. Das ist v.a. bei einem VV-Mandat (wenn überhaupt) die *vorvertragliche* Phase, während in der Anlageberatung der Übergang von der (Risiko-)Aufklärung zur eigentlichen Beratung (als Hauptpflicht) fließend ist.

Das Kriterium der «Wesentlichkeit» kommt in zahlreichen Rechtserlassen vor,<sup>18</sup> in denen es um Information gegenüber dem Anleger geht, und eignet sich daher als insoweit von der Rechtsordnung anerkanntes Merkmal. Zu den wesentlichen Eigenschaften eines Produkts zählen etwa die *Renditeerwartungen* eines Produkts genauso wie das damit korrelierte *Risiko*, alsdann Kenntnisse über den *Emittenten*, sofern dem Produkt ein Gegenparteirisiko inhärent ist.<sup>19</sup>

rückgegriffen werden, die sich bei der Anlageberatung zur Konkretisierung der Anforderungen an eine objektgerechte Beratung des Anlegers herausgebildet haben».

<sup>18</sup> Vgl. nunmehr etwa den Wortlaut im Anhang 3 zur *per 1. Juli 2011* in Kraft getretenen (revidierten) KKV (Kollektivanlagenverordnung) betreffend den vereinfachten Prospekt für Effektenfonds und übrige Fonds für traditionelle Anlagen, welcher zu betiteln ist mit «*Wesentliche Informationen für die Anlegerinnen und Anleger*» (vgl. Anhang 3 zu Art. 107a KKV, Hervorhebung hinzugefügt; diese neue Regelung lehnt sich an die UCITS-IV-Richtlinie und das entsprechende «Key Information Document» an). – Entsprechende Terminologien waren bereits früher zu finden etwa in (i) Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG betreffend Umschreibung der *wesentlichen* Merkmale eines strukturierten Produkts im vereinfachten Prospekt, oder (ii) (bereits) im Titel der «Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die *wesentlichen* Informationen für den Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die *wesentlichen* Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier oder auf einer Website zur Verfügung gestellt werden» (Hervorhebungen hinzugefügt).

<sup>19</sup> Ausführlicher hierzu hinten IV.4.1.

Weiter muss Kenntnis erlangt werden über die *Zielgruppe* dieses Produkts, d.h. zu welchem Anleger das Produkt passt.<sup>20</sup> Denn der Kunde hat gestützt auf die auftragsrechtliche Sorgfaltspflicht im Rahmen der Anlageberatung oder Vermögensverwaltung Anspruch auf ein «geeignetes», d.h. zu seinem (vorab ermittelten) Risikoprofil passendes Produkt («*Suitability*»<sup>21</sup>). Hierzu bedarf es eines Vergleichs des Risikoprofils des Kunden mit dem Risikoprofil des in Frage stehenden Produkts. Mit Bezug auf die im Rahmen der eigentlichen Vertragserfüllung geschuldete Produktekenntnis ist indes ohnehin dafür zu halten, dass es der Anlageberater und Vermögensverwalter nicht bei einer Kenntnis der wesentlichen Produkteigenschaften bewenden lassen darf. Vielmehr wird die entsprechende Tätigkeit nur dann sorgfältig und gewissenhaft ausgeübt, wenn *vertiefte* Kenntnis über die empfohlenen bzw. in das Depot des Kunden gelegten Produkte erlangt wurde. Anders gewendet: Der Kunde hat die berechtigte Erwartung, dass sein Anlageberater oder Vermögensverwalter *mehr weiss* als lediglich das, was zum Basiswissen zählt, fragt er doch genau deshalb bei einem *Fachmann* nach (professioneller) Anlageberatung oder Vermögensverwaltung.<sup>22</sup> Die Aneignung blossen Basiswissens und auch die Kenntnis (lediglich) der wesentlichen Eigenschaften eines Produkts reichen spätestens im Zeitpunkt der Anlageempfehlung, also am sogenannten *Point of Sale* oder bei der *Investition*

des verwalteten Kundenvermögens in ein bestimmtes Produkt *nicht* (mehr).<sup>23,24</sup>

Alsdann ist darauf hinzuweisen, dass eine mangelnde Produktekenntnis *nicht per se* haftungsbe gründend erscheint, solange sie sich nicht in einer *Fehlberatung* des Kunden oder einer *fehlerhaften* Verwaltung seines Vermögens niederschlägt. Eine fehlende oder unzureichende KYP muss sich also zuerst insofern manifestiert haben, als dem Kunden etwa wegen produktbezogener *Unkenntnis* ein nicht zu seinem Risikoprofil bzw. zur gewählten Anlagestrategie passendes Produkt in das Depot gelegt wurde (fehlende «*Suitability*»). Auch kann es bei einer unzutreffenden Einschätzung von Produkterisiken zu Fehlern in der Risikodiversifikation eines Kunden-Portefeuilles kommen. Oder ein Kunde entscheidet sich gestützt auf eine wegen unzureichender Produktekenntnis «*unzutreffende*» Anlageberatung, in das betreffende Produkt zu investieren, was er aber nicht getan hätte, wäre die Produktekenntnis hinreichend und damit zutreffend gewesen.<sup>25</sup> In Anbetracht vorstehender Konstellationen lässt sich die KYP als gegenüber den klassischen kunden- (Aufklärung/Abklärung/Beratung) und portfoliobezogenen (Depotzusammensetzung/*Suitability*/Risikodiversifikation) Pflichten *als vorgelagerte, unterstützende Pflicht* begreifen.

Weiterführend stellt sich indessen die Frage, inwieweit es zur Produktekenntnis gehört, sich über Meinungen und Prognosen zur Entwicklung derjenigen Anlagen, Indices oder Märkte zu informieren, von denen die *Performance* eines eingesetzten Pro-

<sup>20</sup> Ähnlich bereits Balzer (Fn. 17), Rz. 27 (a.E.).

<sup>21</sup> Vgl. etwa Urs Bertschinger, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss. St. Gallen 1991, S. 79 («... weil die Anlage von Vermögen individuell zu erfolgen hat»), mit Verw. auf Klaus J. Hopt in Fn. 354; vgl. (mit Bezug auf die Vermögensverwaltung und wohl noch strenger) Dieter Spälti, Die rechtliche Stellung der Bank als Vermögensverwalterin, Diss. Zürich 1989, S. 82 («Es gibt nicht etwa die beste Vermögensanlage schlechthin, sondern nur die für den jeweiligen Kunden ... *geeignetste*»; Hervorhebung hinzugefügt) und (mit Bezug auf die Anlageberatung) S. 145 («... auf die individuellen Verhältnisse ... des Auskunftsempfängers ausgerichtet»).

<sup>22</sup> Die Nachfrage betreffend fachmännischer Unterstützung ist denn auch ein relevantes Kriterium zur Feststellung eines Rechtsbindungswillens bei der Erteilung (unentgeltlicher) (Anlage-)Ratschläge.

<sup>23</sup> Deshalb kann auch folgender Leitsatz, zu finden auf der Website des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte (SVSP; <<http://www.svsp-verband.ch/home/wissen.aspx?lang=de>>), nicht zutreffen (Hervorhebung hinzugefügt): «Wie bei jeder anderen Finanzanlage gilt auch bei Strukturierten Produkten der Grundsatz, dass sich entweder der Anleger selbst oder sein Berater ein Basiswissen aneignen soll.»

<sup>24</sup> Zudem rechtfertigt sich die Pflicht zu einer vertieften Kenntnis auch, weil angesichts der heutigen, in der Regel sehr technisch formulierten und zumeist umfangreichen Prospekte ein (v.a. privater) Anleger mangels ausreichender Fachkenntnisse kaum in der Lage ist, die Eigenschaften und Risiken eines Produktes tatsächlich zu erkennen und zu verstehen.

<sup>25</sup> Ob ein Anlageratschlag im Zeitpunkt von dessen Erteilung zutreffend gewesen ist, entscheidet sich (mit Ausnahme offensichtlicher Fehler wegen irrtümlicher Zugrundelegung unzutreffender Fakten oder Zahlen) zumeist anhand einer *Plausibilitätskontrolle*.

dukts abhängt. Da die Pflicht zur Produktekenntnis wie gesehen grundsätzlich nicht abstrakt (bzw. absolut) einklagbar ist, sondern lediglich relativ, d.h. über die Verletzung (v.a.) der Sorgfaltspflicht wegen untauglicher oder unpassender Anlage, hängt die Antwort davon ab, ob ein Produkt, dessen künftige Performance aufgrund im Markt vorhandener Informationen als *negativ* zu betrachten ist, eine solch «fehlerhafte» Anlage darstellt.

Meines Erachtens darf dem – jedenfalls grundsätzlich – nicht so sein: Denn einerseits hat ein Anleger (sofern nicht ausdrücklich anders vereinbart) kein Recht auf die «herrschende Marktmeinung», will heissen, auf die entsprechenden Produkte, wird doch in den Mandatsverträgen zumeist der Vermögensverwalter berechtigt, die Anlagen (freilich innerhalb der vereinbarten Anlagestrategie) «nach freiem Ermessen» auszuwählen. Andererseits kann bekanntlich auch die herrschende Marktmeinung irren, so dass es in bestimmten Situationen durchaus angebracht erscheint, «gegen den Markt» zu investieren. *Nichtbefolgung*, welche nicht zu verwechseln ist mit *Nichtkenntnis*<sup>26</sup> einer solchen, wenn auch allenfalls überwiegend gleichlautenden, Markteinschätzung vermag daher grundsätzlich keine Sorgfaltspflichtverletzung des Anlageberaters oder Vermögensverwalters auszulösen.<sup>27</sup>

Der vorliegend vertretenen Auffassung scheint indessen folgender Nebensatz in einem nicht amtlich publizierten Entscheid des Bundesgerichts entgegenzustehen, wonach (für die Schadensberechnung) die «damals herrschenden Markterwartungen» mass-

geblich seien.<sup>28</sup> Bei *Rosat*<sup>29</sup> wird diese Stelle unter entsprechender Zitierung des bundesgerichtlichen Entscheids so rezipiert bzw. interpretiert, als einem durchschnittlich erfolgreichen Vermögensverwalter unterstellt werde, dass er sich «entsprechend den damals herrschenden Markterwartungen *verhalte*»,<sup>30</sup> was das Bundesgericht indessen so gerade nicht explizit sagt. Ausserdem kann dies auch deshalb nicht zutreffen, weil sich ansonsten Anlageberater und Vermögensverwalter *stets* nach den allgemeinen Markterwartungen zu *richten* hätten, andernfalls eine Pflichtverletzung vorliegen würde. Abgesehen von der diesbezüglich wohl fehlenden Justiziabilität zeichnet sich denn auch ein «guter» Anlageberater oder Vermögensverwalter (u.a.) dadurch aus, dass er nicht immer den allgemeinen Markttrends folgt. Die häufige Erwartungshaltung seitens der Kundschaft auf Erwirtschaftung eines *Alpha*, welche im Rahmen der Vertragsauslegung zu berücksichtigen ist, geht damit einher. Wäre dem nunmehr anders, so wären die Dienstleistungen eines Anlageberaters oder Vermögensverwalters obsolet: Das Kundenvermögen müsste vollständig *passiv* angelegt werden (etwa ausschliesslich in Indexprodukte wie z.B. ETFs<sup>31</sup>).

Schliesslich ist im Sinne einer rechtstatsächlichen Beobachtung nochmals darauf hinzuweisen, dass vor allem im Rahmen von VV-Mandaten und den darin vereinbarten Anlagestrategien dem Verwalter in der Regel (insoweit) «freies Ermessen» bei der Auswahl der Anlagen und Investitionen eingeräumt wird. Damit erscheint eine allfällige Pflicht zur Befolgung allgemeiner Markterwartungen ohnehin als vertraglich wegbedungen.<sup>32</sup>

Der Klarheit halber festzuhalten ist ausserdem, dass ein Kunde keinen (untechnischen) «Anspruch» auf das «beste»<sup>33</sup> Produkt einer bestimmten Anlageklasse hat («best-in-class»). Er hat indessen wie ge-

<sup>26</sup> Vgl. P. Christoph Gutzwiller, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich 2008, S. 219, wonach der Vermögensverwalter bei unweckmässigen Weisungen verpflichtet sei, die gemäss verfügbaren Informationen «herrschenden Markterwartungen» in die Prüfung einzu beziehen. Eine Befolgungspflicht statuiert indessen auch Gutzwiller (zu Recht) nicht. – Die Unterscheidung Nichtkenntnis vs. Nichtbefolgung lässt sich ansatzweise auch in der dt. Rechtsprechung erkennen (vgl. hierzu v.a. Balzer [Fn. 17], § 51 N 36, mit weit. Verw.).

<sup>27</sup> Die Nichtbefolgung einer herrschenden Marktauffassung ist jedoch bei Bedarf bzw. auf Nachfrage des Kunden hin zu begründen. – Ausserdem ist es zur Minimierung der Haftungsrisiken aus Sicht des Anlageberaters oder Vermögensverwalters angezeigt, vor der Umsetzung einer aussergewöhnlichen und/oder gegen den Markt laufenden Strategie diese vorab vom Kunden (unter Aufklärung über die damit einhergehenden Chancen und Risiken) gegenzeichnen zu lassen.

<sup>28</sup> Entscheid BGer. vom 3. Dezember 2004 (4C.18/2004) E. 2.1.

<sup>29</sup> Vgl. *Rosat* (Fn. 11), S. 95.

<sup>30</sup> Hervorhebung hinzugefügt.

<sup>31</sup> Zu den ETFs im Einzelnen hinten IV.4.2.

<sup>32</sup> Gegen die Zulässigkeit einer vertraglichen Abrede, wonach der Anlageberater bzw. Vermögensverwalter seine Empfehlungen bzw. Investitionen stets anhand allgemeiner Markterwartungen vorzunehmen habe, spricht hingegen ebenso wenig.

<sup>33</sup> Gemessen (i) an der Eignung für den Kunden in Relation zu dessen Risikoprofil/Anlagestrategie, (ii) am Beitrag des Produkts zur Diversifikation des Portfolios, (iii) an der Performance in Relation zur passenden Benchmark.

sehen Anspruch darauf, nicht ein «schlechtes» oder überhaupt unpassendes,<sup>34</sup> mit Bezug auf die Risiko-diversifikation ungeeignetes Produkt empfohlen bzw. in das Depot gelegt zu bekommen. Ferner ist darauf hinzuweisen, dass ein Vermögensverwalter die (im Unterschied zu vorstehenden Markterwartungen «markt-tatsächlich») Börsenkurse zu überwachen («Kurs-Monitoring»), mithin die aktuelle Notierung der sich im Depot des Kunden befindlichen Produkte zu kennen hat.

### 2.2 *Disclose or Abstain: Offenlegungspflichten gegenüber dem Kunden*

Sieht sich ein Anlageberater oder Vermögensverwalter auf Nachfrage eines seiner Kunden hin (noch) nicht in der Lage, sich ausreichend Kenntnis über ein bestimmtes Produkt zu verschaffen, etwa weil er zu einer wesentlichen Informationsquelle einstweilen oder dauernd keinen Zugang hat, so hat er dies dem Kunden offenzulegen<sup>35</sup> (Stichwort «Übernahmeverschulden»<sup>36</sup>). Will der Kunde indes gleichwohl in das entsprechende Produkt investieren, so erfolgt dies auf seine eigene Verantwortung. Ist hingegen eine Offenlegung fehlender oder mangelnder Produktekenntnis nicht möglich, etwa weil der Kunde nicht erreichbar ist oder nicht erreicht bzw. «gestört» werden will, so hat ein Vermögensverwalter<sup>37</sup> von einer Investition in ein entsprechendes Produkt Abstand zu nehmen, ansonsten ihn auch hier ein Übernahmeverschulden trifft.

<sup>34</sup> Das Produkt passt nicht zum Risikoprofil bzw. zur Anlagestrategie des Kunden.

<sup>35</sup> So bereits 1993 (mit Bezug auf das dt. Recht) *Martin Arendts*, Beratungs- und Aufklärungspflichten über das einem Wertpapier erteilte Rating – zugleich eine Besprechung der Gerichtsentscheidungen zu den Bond-Anleihen, WM 1993, S. 229 ff., 234.

<sup>36</sup> Hierzu mit illustrativen Fallbeispielen bereits *Bertschinger* (Fn. 21), S. 56 ff.

<sup>37</sup> Für einen Anlageberater verhält es sich grundsätzlich ebenso, nur erscheint diese Konstellation hier etwas realitätsfremd zu sein, denn wenn ein Kunde nicht erreichbar ist, kann er von seinem Anlageberater auch nicht mit einer Empfehlung angegangen werden.

## 3. Informationsquellen (Konsultationspflichten)

### 3.1 *Ausgangslage*

Inhalt und Umfang der Pflicht zur Produktekenntnis hängen massgeblich von der Frage ab, welche *Informationsquellen* ein Anlageberater oder Vermögensverwalter konsultieren muss, um sich ein ausreichendes Bild über die Funktionsweise und Risiken eines Produkts machen zu können. Soweit ersichtlich existieren indessen hierzu in der Schweiz (noch) keine einschlägigen (höchstrichterlichen) Entscheide.<sup>38</sup> Dafür erweist sich ein Blick über die Grenze, d.h., auf die deutsche Rechtslandschaft, als gewinnbringend.

### 3.2 «Bond»-Entscheid/deutsche Rechtsprechung und Lehre

Der deutsche Bundesgerichtshof (BGH) hat sich mehrfach mit den von einem Anlageberater<sup>39</sup> zu konsultierenden Informationsquellen befasst. Ausgangspunkt der deutschen höchstrichterlichen Rechtsprechung war der sogenannte «Bond»-Entscheid<sup>40</sup> vom 6. Juli 1993, in welchem der BGH erkannte, dass es

<sup>38</sup> Auch der zuweilen zitierte Entscheid BGer. vom 29. November 2000 (4C.251/2000) (E. 2b), sagt hierzu unmittelbar nichts, sondern bezieht sich nur (in sehr allgemein gehaltener Form) auf die gegenüber dem Kunden zu erfüllende Aufklärungspflicht: «Le mandataire, en tant que spécialiste, doit renseigner le mandant, en vertu de son devoir de fidélité, sur tout ce qui est important pour lui; même sans demande particulière, il doit le conseiller et l'informer sur le caractère approprié de la mission, sur les frais, les dangers et les chances de succès» (selbiges gilt im Übrigen für BGE 115 II 65: Auch hier ging es um die «Informationspflicht» gegenüber dem Kunden). – Wie vorstehend mehrfach erörtert, sind jedoch Aufklärungspflicht und «KYP» keineswegs deckungsgleich.

<sup>39</sup> *Mutatis mutandis* auch auf die Vermögensverwalter anwendbar (zur identischen «KYP» vorn IV.1, a.E.).

<sup>40</sup> Dem Bond-Entscheid lag zusammengefasst folgender *Sachverhalt* zugrunde (vgl. BGH, NJW 1993, S. 2433): Der Anlageberater einer deutschen Volksbank empfahl einer Kundin im März 1989 eine DM-Anleihe der australischen Bond Finance Ltd., worauf die Kundin diese Anleihe am 16. März 1989 kaufte. Der Anlageberater konsultierte lediglich die Börsenzulassung und den Zulassungsprospekt, nicht aber das Rating der Agentur «Australian Ratings Agency», welche die Anleihe von «BB» (Juni 1988) auf «B» (Dezember 1988) und schliesslich auf «CCC» (= Insolvenzgefahr; anfangs März 1989) herunterstufte. Die beklagte Bank verteidigte sich mit dem Argument, dass ihr dieses Rating der Anleihe nicht bekannt gewesen sei.

nicht genüge, lediglich die Börsenzulassung und den Zulassungsprospekt zu konsultieren, zumal damit keine Bonitätsprüfung einhergehe.<sup>41</sup> Vielmehr habe sich eine Bank, welche ausländische Papiere in ihr Programm aufnehme, «auch anhand ausländischer Quellen über die Güte dieser Papiere zu informieren und sie einer eigenen Prüfung zu unterziehen».<sup>42</sup> Hierfür seien die «dazu vorhandenen Veröffentlichungen in der Wirtschaftspresse» auszuwerten.<sup>43</sup> So habe im Jahr 1988 (i) in der Börsenzeitung, (ii) in der Financial Times, (iii) im Handelsblatt sowie (iv) in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung (FAZ) eine kritische Berichterstattung zur Bond-Gruppe stattgefunden.<sup>44</sup> All dies sei dem Anlageberater nicht bekannt gewesen, zudem habe er auch keine Kenntnis vom Down-Rating der Australian Ratings Agency gehabt.<sup>45</sup> Der BGH erkennt auf eine «nicht anlegergerechte» Anlageempfehlung, unter Verletzung der Verpflichtung zur zeitnahen Beschaffung aller notwendigen Informationen.<sup>46</sup>

Vorab zeigt der Bond-Entscheid deutlich auf, dass die Pflicht zur Produktekenntnis sich auch hier als eine unterstützende Pflicht erweist, mithin die Erfüllung anderer (weiterer) Pflichten, hier die Pflicht zur anlegergerechten Empfehlung (Suitability), gerade (und besonders) an mangelnder Produktekenntnis scheitern kann. Abgesehen davon ist der Bond-Entscheid insoweit von besonderem Interesse, als der BGH eine Auflistung verschiedener Wirtschaftsblätter vorgenommen hat. Eine konkrete Pflicht, einzelne dieser Zeitungen oder gar sämtliche zu kennen, kann jedoch dem Bond-Entscheid nicht entnommen werden. Eine Konkretisierung (bzw. Eingrenzung) der zu konsultierenden Informationsquellen ist erst in späteren Entscheiden des BGH erfolgt: So urteilte der BGH (Entscheid vom 7. Oktober 2008), dass eine Bank nicht jede negative Berichterstattung in Brancheninformationsdiensten über die von ihr vertriebenen Produkte kennen müsse,<sup>47</sup> und begründete dies damit, dass es sich hierbei nicht um allgemein anerkannte Publikationen für Wirtschaftsfragen handle, deren Seriosität und Qualität über jeden Zweifel er-

haben sei.<sup>48</sup> Damit schloss der BGH diese Informationsquellen von der Konsultationspflicht aus. Im Entscheid des BGH vom 5. März 2009 wurde alsdann der fehlende Hinweis auf einen negativen Artikel betreffend einen Immobilienfonds, der in der «Wirtschaftswoche» erschienen war, als nicht pflichtverletzend eingestuft.<sup>49</sup>

In einem weiteren Leitsatz vom 5. November 2009 zog der BGH alsdann in Erwägung, es könne dahingestellt bleiben, ob ein Anlageberater jedes der im Bond-Entscheid aufgeführten vier deutschen Presseerzeugnisse konsultieren müsse, da jedenfalls die Lektüre des «Handelsblatts» für jeden Anlageberater unverzichtbar sei.<sup>50</sup> Denn das Handelsblatt biete als *werktätlich* erscheinende Zeitung mit spezieller Ausrichtung auf *Wirtschaftsfragen* und einem diesbezüglich *breiten* Informationsspektrum in ganz besonderem Masse *Gewähr*; aktuell über wichtige und für die Anlageberatung relevante Nachrichten zu informieren.<sup>51</sup> Damit wurde die Konsultation des (deutschen) Handelsblatts (positiv) zur Pflicht erhoben.<sup>52</sup>

Ein massgeblicher Teil der deutschen *Lehre* geht indessen (teilweise deutlich) über die vom BGH entwickelten Leitplanken hinaus: So will etwa *Bamberger* einen Anlageberater dazu verpflichten, sich sämtliche Informationsquellen zu erschliessen, zu denen er «unschwer und in zumutbarer Weise Zugang hat».<sup>53</sup> Konkret seien dies (so *Bamberger*) «alle einschlägigen Zeitschriften, die einschlägige Literatur, Veröffentlichungen im Internet, Brancheninformationsdienste, schlechthin alles, was an Informatio-

<sup>41</sup> BGH, NJW 1993, S. 2433.

<sup>42</sup> BGH, NJW 1993, S. 2433.

<sup>43</sup> BGH, NJW 1993, S. 2434.

<sup>44</sup> BGH, NJW 1993, S. 2434.

<sup>45</sup> BGH, NJW 1993, S. 2434.

<sup>46</sup> BGH, NJW 1993, S. 2434.

<sup>47</sup> Vgl. BGH, ZIP 47/2008, S. 2208 (Leitsatz Nr. 3).

<sup>48</sup> BGH, ZIP 47/2008, S. 2210.

<sup>49</sup> Vgl. BGH, Urteil vom 5. März 2009 (III ZR 302/07), E. II.2, insb. 2.b, a.E. («In der Gesamtschau ist deshalb davon auszugehen, dass der Artikel der Wirtschaftswoche ohne nennenswerten Informationscharakter und eine Anlageberatung ohne den Hinweis auf ihn nicht als pflichtwidrig einzustufen ist»).

<sup>50</sup> Vgl. BGH, Urteil vom 5. November 2009 (III ZR 302/08), E. II.2.b, a.E. – In casu hat der Anlageberater eine negative Meldung im Handelsblatt nicht gekannt.

<sup>51</sup> BGH, Urteil vom 5. November 2009 (III ZR 302/08), a.a.O.

<sup>52</sup> Die Begründung des BGH ist für die nachstehend zu erörternden Konsultationspflichten hinsichtlich *schweizerischer* Presseerzeugnisse besonders wertvoll; vgl. hinten IV.3.3.

<sup>53</sup> Vgl. *Heinz Georg Bamberger*, in: Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg 2009, § 50 (Anlageberatung) Rz. 116.

nen für die sachgerechte Beratung benötigt wird».<sup>54</sup> Diese Auffassung ist nicht nur deshalb abzulehnen, weil sie nicht im Einklang mit der vorstehend erörterten, wesentlich restriktiveren Rechtsprechung des BGH steht, sondern auch, weil es schlicht *unzumutbar* ist, einem Anlageberater und Vermögensverwalter eine derart weit gefasste Konsultationspflicht aufzubürden. Die *Compliance-Kosten* wären (nicht nur, aber vor allem) für kleinere und mittlere Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsbüros nicht mehr tragbar.

### 3.3 Schweizerischer Approach

Mit Bezug auf die schweizerische Rechtslandschaft soll daher ein Ansatz ausgearbeitet werden, der die Anforderungen an die Sorgfalt hinsichtlich zu konsultierender Informationsquellen zu den hierdurch verursachten Aufwendungen (Kosten) in ein vernünftiges Verhältnis setzt. Als Ausgangspunkt für einen solchen schweizerischen *Approach*, welcher sich naturgemäss nur (aber immerhin) auf in der *Schweiz* emittierte und/oder gehandelte Produkte beziehen kann,<sup>55</sup> dient die Kommentierung zu *Art. 7 VVRL*, welche jedoch (wie erörtert) lediglich (aber immerhin) dahingehend lautet, dass die Informationen, auf welche eine Bank sich bei der Auswahl der Anlagen stützt, aus *zuverlässigen Quellen* stammen müssen. Die Fundstellen in der schweizerischen Lehre zur Frage, was darunter zu verstehen ist bzw. welche Quellen beizuziehen sind, sind eher spärlich:

- (i) So ist etwa bei *Gutzwiller* lediglich der (unspezifische) Hinweis zu finden, dass ein Anlageberater und Vermögensverwalter für die Aufklärung des Kunden über die Chancen und Risiken eines Anlageinstruments «sein Fachwissen zur Verfügung stellt», welches er sich «durch eine dem branchenüblichen Standard entsprechende Ausbildung und ständige Beobachtung der Märkte mit Hilfe der unabdingbaren Informa-

tionstechnologien» erworben habe.<sup>56</sup> Was jedoch mit unabdingbaren Informationstechnologien gemeint ist, bleibt offen.

- (ii) In der Dissertation von *Spälti* zur rechtlichen Stellung der Bank als Vermögensverwalterin<sup>57</sup> ist unter der Überschrift «Sorgfältige Informationsbeschaffung» nachzulesen, dass ein Anlageentscheid auf einem vorgängigen, sorgfältigen Studium von Börsen- und Wirtschaftsblättern, EDV-mässig gelieferten Informationen<sup>58</sup> etc. zu beruhen habe.<sup>59</sup> Der Anlageentscheid sei ausserdem auf eine breite Informationsbasis abzustützen.<sup>60</sup> Bemerkenswert ist ausserdem, dass bereits *Spälti* die Verknüpfung der Pflicht zur Produktkenntnis (wenn auch nicht so bezeichnet) mit der Pflicht zur sorgfältigen Mandatsführung erkannte,<sup>61</sup> indem er dafür hielt, dass im Falle eines Zurückbleibens der Informationen eines Vermögensverwalters hinter grundsätzlich zugänglichem Wissen ein Anlageentscheid allenfalls unsorgfältig sein könne, da er auf eine nicht ordnungsgemässe Informationsbeschaffung zurückginge.<sup>62</sup>
- (iii) *Bertschinger* seinerseits hält dafür, es seien «alle kursrelevanten Faktoren» zu berücksichtigen, wobei «möglichst umfassendes Material zu beschaffen» sei.<sup>63</sup> Dabei habe eine Bank ihre Sorgfaltspflichten grundsätzlich gewahrt, falls sie sich an die Auffassungen «möglichst vieler, anerkannter betriebsinterner und -externer Experten» halte.<sup>64</sup> Mit Recht hält *Bertschinger* alsdann fest, was bereits vorstehend erörtert wurde,<sup>65</sup> nämlich, dass eine Abweichung von einer «herrschenden Meinung» nicht per se eine Sorgfaltspflichtverletzung darstelle, sondern auch Raum für eine antizyklische Anlagepolitik bleibe.<sup>66</sup>

<sup>54</sup> *Bamberger* (Fn. 53), § 50 N 115 (S. 1446).

<sup>55</sup> Der vorliegende Beitrag hat sich hierauf zu beschränken, da es dem Autor nicht möglich ist, auch nur für die wichtigsten *ausländischen* Finanzmärkte sämtliche relevanten Informationsquellen zu erörtern. Empfiehlt ein Anlageberater einem Kunden ein im *Ausland* emittiertes und/oder dort gehandeltes Produkt bzw. legt ein Vermögensverwalter ein solches Produkt in das Portefeuille seines Kunden, hat er die im *dortigen Markt* als anerkannt und zuverlässig geltenden Informationsquellen zu konsultieren.

<sup>56</sup> *Gutzwiller* (Fn. 26), S. 119.

<sup>57</sup> *Spälti*, a.a.O. (Fn. 21).

<sup>58</sup> Zu beachten ist, dass die Diss. von *Spälti* (bereits) im Jahr 1989 erschienen ist.

<sup>59</sup> *Spälti* (Fn. 21), S. 84.

<sup>60</sup> *Spälti* (Fn. 21), a.a.O.

<sup>61</sup> Hierzu bereits vorn IV.2.1.

<sup>62</sup> Vgl. *Spälti* (Fn. 21), a.a.O.

<sup>63</sup> *Bertschinger* (Fn. 21), S. 149/150.

<sup>64</sup> *Bertschinger* (Fn. 21), S. 152.

<sup>65</sup> Vorn unter IV.2.1.

<sup>66</sup> *Bertschinger* (Fn. 21), S. 152/153.

(iv) Ferner plädiert *Gross* in einem Aufsatz zur «fehlerhaften» Vermögensverwaltung dafür, dass Informationen sorgfältig zu beschaffen seien und nicht auf Anlageempfehlungen Einzelner abgestellt werden solle.<sup>67</sup> Letzterer (allerdings auch hier eher allgemein gehaltener) Feststellung ist grundsätzlich zuzustimmen: Die Abstützung auf lediglich eine einzige Informationsquelle, sei sie auch noch so renommiert, vermag unter Sorgfaltsaspekten nicht zu genügen. Indessen kann weder einem Anlageberater noch einem Vermögensverwalter auferlegt werden, jede (auch «entlegene») Information zu kennen.<sup>68</sup> Vielmehr dürfen sich Anlageberater und Vermögensverwalter auf wesentliche,<sup>69</sup> in der Branche als verlässlich anerkannte Quellen beschränken. So existieren betreffend strukturierte Produkte und ETF jeweils anerkannte Informationsplattformen.<sup>70</sup>

Demgegenüber sind Gerüchte («Rumors»), die im Markt zirkulieren, keine anerkannten (zuverlässigen) Informationsquellen. Anlageberater und Vermögensverwalter sind daher gehalten, Gerüchte als solche zu erkennen.<sup>71, 72</sup>

Sofern ein Anlageberater oder Vermögensverwalter über ein haus- bzw. bankeigenes *Research*<sup>73</sup> ver-

fügt, so muss er sich die darin über ein gegenüber der Kundschaft eingesetztes Produkt enthaltenen Informationen stets als «bekannt» zurechnen lassen, unabhängig von der konkreten Kenntnisnahme. Insofern findet eine Wissenszurechnung<sup>74</sup> haus- bzw. bankintern verfügbarer<sup>75</sup> Informationen statt. Solches ist einerseits praktikabel und andererseits aus Billigkeitsüberlegungen (Art. 4 ZGB) auch gerechtfertigt.<sup>76</sup>

Hinsichtlich der zu konsultierenden Erzeugnisse der Wirtschaftspresse ist in analoger Anwendung der vom BGH ausgearbeiteten Anforderungen<sup>77</sup> auf die schweizerische Presselandschaft dafür zu halten, dass lediglich (aber immerhin) die Printausgabe der *Neuen Zürcher Zeitung (NZZ)* zur Pflichtlektüre erhoben wird: Es handelt sich bei der NZZ um die

foliomanager, vgl. weiterführend mitsamt Ausführungsbestimmungen hierzu die Richtlinie der SBVg zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (2008).

<sup>74</sup> Weiterführend hierzu insbesondere *Sandro Abegglen*, Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen, Bern 2004, 308 ff., 319 (mit besonderem Bezug auf die Wissenszurechnung in der Vermögensverwaltung).

<sup>75</sup> Zu Recht etablieren die SBVg-Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (2008) denn auch keine «Chinese Walls» zwischen dem Research und den für Anlageberatung und Vermögensverwaltung zuständigen Abteilungen.

<sup>76</sup> Ein grösseres Haus bzw. eine entsprechende Bank verfügt über mehr (eigene) Mittel zur Finanzierung einer Research-Abteilung und kann hierfür entsprechend Werbung betreiben, während kleinere (externe) Vermögensverwalter sich ein hauseigenes Research grundsätzlich (finanziell) nicht leisten können. Insofern rechtfertigt sich ein diesbezüglicher Ausgleich über unterschiedliche «KYP»-Pflichtengrade, was die Kenntnis interner Research Reports anbelangt. Demgegenüber die externen Vermögensverwalter dazu verpflichtet zu wollen, Kenntnis von (bankinternem) Research zu haben und dieses unter Umständen teuer «einzukaufen» (vielfach ist indessen auch zu beobachten, dass Banken ihr Research-Material ihren «angeschlossenen» externen Vermögensverwaltern teilweise unentgeltlich abgeben), hätte einen nicht zu rechtfertigenden Wettbewerbsnachteil zur Folge. Ausserdem darf einem Kunden unterstellt werden, dass er sich bewusst für oder gegen eine Beratung oder Verwaltung seines Vermögens bei einer Bank oder einem grösseren externen Vermögensverwalter und gegen ein kleineres Haus, etwa eine Vermögensverwaltungs-«Boutique» o.ä. entscheidet. Diese Entscheidung muss sich der Kunde indessen dann entgegenhalten lassen, wenn es um die Frage der Kenntnis bzw. des Kennen-«Müssens» seines Anlageberaters oder Vermögensverwalters betreffend Research Reports von Banken geht.

<sup>77</sup> Einlässlich vorn IV.3.2.

<sup>67</sup> *Thomas Gross*, Fehlerhafte Vermögensverwaltung – Klage des Anlegers auf Schadenersatz, AJP 2006, S. 163.

<sup>68</sup> Vgl. (mit Bezug auf das deutsche Recht) BGH, ZIP 2008, S. 2210, Rz. 26 (zit. bei *Johannes Witte/Kim Lars Mehrbrey*), Haftung für den Verkauf wertlos gewordener Zertifikate, ZIP 16/2009, Fn. 56).

<sup>69</sup> Nicht zu verwechseln mit einer über die wesentlichen Risiken hinausgehenden Pflicht zur Produktekenntnis.

<sup>70</sup> So für strukturierte Produkte die Plattform <[www.derivatives-group.com](http://www.derivatives-group.com)>, für ETF die Plattform <[www.etfinfo.com](http://www.etfinfo.com)>; vgl. hierzu einlässlicher hinten V.4.2.

<sup>71</sup> So bereits zutreffend *Bertschinger* (Fn. 21), S. 145, mit weit. Verw.

<sup>72</sup> Da es hingegen nach Erkenntnissen der «Behavioral Finance» durchaus rational sein kann, Gerüchten Folge zu leisten, da diese den Markt ebenfalls bewegen können, kann es in bestimmten Konstellationen für einen Vermögensverwalter Sinn machen (und ist es daher nicht per se unsorgfältig), für seinen Kunden entsprechend einem Gerücht zu investieren (vgl. demgegenüber die aus vorstehender Überlegung heute wohl als relativiert zu betrachtende Auffassung von *Kaderli* [zit. bei *Bertschinger*, Fn. 21, S. 145 Fn. 635]).

<sup>73</sup> Sog. «Buy-Side»-Research, welches sich dadurch charakterisieren lässt, dass es bankinternen Zwecken dient. Adressaten der entsprechenden Research Reports sind typischerweise die bankinternen Anlageberater und Port-

*schweizweit einzige Wirtschaftszeitung, die täglich und in hoher Qualität über die für Anlageberater und Vermögensverwalter relevanten Themen aus Wirtschaft und Politik informiert.*<sup>78</sup>

Demgegenüber besteht, stets aus der dispositiv-rechtlichen Sicht des Art. 398 Abs. 2 OR betrachtet,<sup>79</sup> keine Verpflichtung zur Konsultation weiterer (teilweise nur wöchentlich erscheinender) Zeitungen, Wirtschaftsblätter, Zeitschriften, Brancheninformationsdienste<sup>80</sup> und anderer/weiterer Quellen, auch nicht des «uferlosen» Internets, ausser es werde in einer der vorstehend genannten Quellen hierauf verwiesen. Dann ist dem Verweis nachzugehen und die Originalquelle zu konsultieren.

Die im deutschen Rechtsraum vereinzelt vorzufindenden<sup>81</sup> extensiven Umschreibungen der zu kennenden Informationsquellen sind demgegenüber abzulehnen: Eine Übernahme dieser Auffassung für das schweizerische Recht hätte eine *hohe Rechtsunsicherheit* zur Folge, da sich Anlageberater und Vermögensverwalter angesichts der nicht mit vernünftigem Aufwand eingrenzbarer Flut der bereits nur via Internet erhältlichen Informationen nie sicher sein könnten, tatsächlich sämtliche vorhandenen Informationen konsultiert zu haben. Auch würde hiermit ein aus *ökonomischer* Sicht nicht mehr zu verantwortender *Arbeits-/Research-Aufwand* verbunden sein, welchen kleinere Institute, so vor allem externe Anlageberater und Vermögensverwalter, nicht mehr bewältigen könnten und die daher einen erheblichen *Wettbewerbsnachteil* zu vergegenwärtigen hätten.

Praktikabel ist daher einzig, in Anlehnung an die Rechtsprechung des BGH,<sup>82</sup> die zu konsultierenden

Informationsquellen möglichst klar einerseits zu umschreiben und andererseits einzuschränken: Zu konsultieren<sup>83</sup> sind gestützt auf vorstehende Überlegungen (i) der jeweilige (vereinfachte) *Prospekt* über ein Produkt, alsdann (ii) (weiteres) *Informationsmaterial* des Emittenten, sofern dieses frei verfügbar ist, (iii) das *Rating*<sup>84</sup> des Emittenten (bei Produkten mit Gegenpartei-/Bonitätsrisiken),<sup>85</sup> (iv) weitere *spezifische Produkteratings* und *ausgewählte Produkteinformationen*,<sup>86</sup> (v) *bank-/hauseigenes Research*; (vi) die *Neue Zürcher Zeitung (NZZ)*, (vii) schliesslich die *aktuellen Börsenkurse*. Sämtliche dieser Informationsquellen sind ausserdem einer Plausibilitätsprüfung zu unterziehen.<sup>87</sup> Die Konsultation weiterer Quellen, insbesondere etwa der äusserst kostspieligen Informationsplattformen *Bloomberg* und *Reuters*, gehört hingegen nicht zum (notabene: «Durchschnitts»<sup>88</sup>-)Pflichtprogramm eines Anlageberaters oder Vermögensverwalters.

### 3.4 *Indices alarmants/Red Flags: Prüfbliedigkeiten*

Nur in seltenen Ausnahmefällen muss der Anlageberater/Vermögensverwalter, welcher wesentliche Informationen zu einem Produkt aus einer Sekundärquelle bezieht, auch die Primärquelle konsultieren.<sup>89</sup> Solches ist lediglich der Fall bei *offensichtlichen, krassen Fehlern*,<sup>90</sup> d.h., bei solchen Fehlern, die einem (wiederum) durchschnittlich sorgfältigen Anlageberater oder Vermögensverwalter sofort «ins Auge springen» (sollten). So hat das Bundesgericht eine Überprüfungspflicht bei sog. *Indices alarmants* bejaht, allerdings in anderem Zusammenhang

<sup>78</sup> Dies hat gerade auch für die in der französischen und italienischen Schweiz ansässigen Anlageberater und Vermögensverwalter zu gelten. Diese Gruppe einzig aus sprachlichen Gründen von der Pflichtlektüre zu entheben, hätte eine ungerechtfertigte Benachteiligung der in der deutschen Schweiz domizilierten Anlageberater und Vermögensverwalter zur Folge, zumal Letztere nichts für den Umstand können, dass die wichtigste Wirtschaftszeitung des Landes in deutscher Sprache erscheint. – Hätte stattdessen eine französischsprachige Publikation diesen Stellenwert, so würde es sich nicht anders verhalten: Einem in der Deutschschweiz domizilierten Vermögensverwalter wäre deren Nichtkenntnis ebenso vorwerfbar.

<sup>79</sup> Zu vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten betreffend zu konsultierender Informationsquellen vorn II.2.

<sup>80</sup> Anders *Bamberger* (Fn. 53), Rz. 115.

<sup>81</sup> Vgl. vorn IV.3.2, a.E.

<sup>82</sup> Vorn IV.3.2.

<sup>83</sup> Mit Bezug auf in der Schweiz emittierte und/oder gehandelte Produkte.

<sup>84</sup> Hierzu ausführlicher hinten IV.4.1.

<sup>85</sup> So auch *Bamberger* (Fn. 53), Rz. 116 unter Verweis auf *Arendts* (Fn. 35), S. 232.

<sup>86</sup> Hinten IV.4.1 (betreffend strukturierter Produkte) und IV.4.2 (betreffend ETF).

<sup>87</sup> Dazu sogleich im Text.

<sup>88</sup> Zur Massgeblichkeit des (objektivierten) Durchschnitts vorn IV.1.

<sup>89</sup> Vgl. zu dieser Frage im Rahmen von «Sekundär-Research» bereits *Bertschinger* (Fn. 21), S. 146 ff.

<sup>90</sup> So mit Bezug auf die Verwendung bzw. Überprüfung von «Fremd-Research» in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung bereits *Jean-Marc Schaller*, Finanzanalytischen-Recht, Diss. Zürich 2004, § 8 N 21/22.

(Prospekthaftung).<sup>91</sup> Bereits 1991 hat *Bertschinger* eine Nachforschungspflicht bei «besonderen Verdachtsmomenten» statuiert.<sup>92</sup> Hieraus scheint sich nunmehr eine *Red-Flag*<sup>93</sup>-Doktrin zu entwickeln,<sup>94</sup> die indessen für KYP-Zwecke folgendermassen zu konkretisieren bzw. einzuschränken ist: Eine Konsultation von Primärquellen ist grundsätzlich nicht erforderlich, mit Ausnahme des (vereinfachten) Prospekts und weiterer frei zugänglicher Informationen des Emittenten (bzw. Primärquellen, auf welche die Sekundärquelle verweist). Vielmehr muss es sich dergestalt verhalten, dass sich die Anlageberater und Vermögensverwalter auf anerkannte Sekundärquellen verlassen können müssen.<sup>95</sup> Nicht erforderlich ist ausserdem die Konsultation weiterer Sekundärquellen. Vielmehr ist ein Vermögensverwalter und Anlageberater mit Konsultation der vorstehend genannten Primär- und Sekundärquellen seiner Pflicht zur Produktekenntnis in hinreichendem Mass nachgekommen.<sup>96</sup>

Somit sind eigentliche *Indices alarmants* bzw. *Red Flags* nur in offensichtlichen und krassen Fäl-

len anzunehmen und auch dann nur, wenn gegenüber dem Anleger nicht ausdrücklich auf das Fehlen einer eigenen Überprüfung hingewiesen wurde.<sup>97</sup> Die vorstehende Auffassung begreift sich als Ausfluss des Rechtsmissbrauchsverbots im Sinne von Art. 2 Abs. 2 ZGB: Die Berufung eines Anlageberaters oder Vermögensverwalters auf eine offensichtlich bzw. krass fehlerhafte Sekundärquelle muss in den Augen des Richters als geradezu stossend und daher rechtsmissbräuchlich erscheinen.

#### 4. Spezifische Produktekenntnis

##### 4.1 Strukturierte Produkte

Mit Art. 5 KAG haben die strukturierten Produkte<sup>98</sup> Eingang in die schweizerische Finanzmarktgesetzgebung gefunden. Demgemäss (sowie konkretisiert in Art. 4 KKV) dürfen strukturierte Produkte nur dann in der Schweiz oder von der Schweiz aus öffentlich angeboten werden, wenn sie (i) von einer Bank, einer Versicherung, einem Effektenhändler oder einem im Ausland prudentiell beaufsichtigten Institut ausgegeben, garantiert oder vertrieben werden und (ii) ein «vereinfachter» Prospekt vorliegt. Die Pflicht zur Erstellung eines solchen Prospekts entfällt, wenn das strukturierte Produkt (a) an einer Schweizer Börse mit hinreichender Transparenz kotiert ist oder (b) aufgrund ausländischer Regelungen eine solche Transparenz sichergestellt ist (Art. 4 Abs. 4 KKV).

Da der vereinfachte Prospekt von Gesetzes wegen (vgl. Art. 5 Abs. 2 KAG) die wesentlichen<sup>99</sup> Merkmale eines strukturierten Produkts, dessen Gewinn- und Verlustaussichten sowie die bedeutenden Risiken umschreiben muss, stellt er ein *Key Document* dar, dessen Inhalt jeder Anlageberater und Vermögens-

<sup>91</sup> Vgl. BGE 129 III 75/76 (E. 2.6): «S'il est vrai qu'elle [= la banque] ne saurait se fier aveuglément aux affirmations du débiteur, on ne saurait exiger d'elle, au moins en l'absence d'indices alarmants, des investigations disproportionnées» (Hervorhebungen hinzugefügt).

<sup>92</sup> *Bertschinger* (Fn. 21), S. 150.

<sup>93</sup> Begriff entnommen bei *Sandro Abegglen/Bertrand Schott*, Einsatz alternativer Anlagen in der Vermögensverwaltung, GesKR 4/2010, S. 491.

<sup>94</sup> Hierzu weiterführend (und mit weit. Verw.) *Abegglen/Schott* (Fn. 93), a.a.O.

<sup>95</sup> Vgl. demgegenüber die Umschreibung bei *Spälti* (Fn. 21), S. 84, wonach der Vermögensverwalter externe Informationen auf ihre Zuverlässigkeit und Vertrauenswürdigkeit hin zu überprüfen habe. – Zu weitgehend (für das deutsche Recht) alsdann *Bamberger* (Fn. 53), wonach sich ein Anlageberater auf Gutachten, Stellungnahmen oder Testate Dritter (beizufügen wäre: nur dann) verlassen dürfe, «soweit er nach eigener sorgfältiger Prüfung von deren Richtigkeit überzeugt» sei. – Zutreffend dagegen *Arendts* (Fn. 35), S. 235, wonach grundsätzlich die Richtigkeit eines Ratings nicht näher überprüft werden müsse, sofern sich die Rating-Agentur nicht in anderen Fällen als unzuverlässig erwiesen habe oder die Bank entgegenstehende Informationen über das bewertete Unternehmen habe.

<sup>96</sup> Der Wichtigkeit halber ist nochmals klarzustellen, dass es hier um die durchschnittliche Sorgfalt geht, deren Unterschreitung haftungsbegründend wirkt, haftungsrechtlich ist allein solches massgebend und nicht die Sorgfalt hinsichtlich Produktekenntnis eines überdurchschnittlichen (oder gar des «besten») Anlageberaters oder Vermögensverwalters).

<sup>97</sup> Vgl. *Bertschinger* (Fn. 21), S. 148, mit weit. Verw. auf deutsche Literatur.

<sup>98</sup> Aus der juristischen Literatur zu strukturierten Produkten sei vorab auf das Werk von *Silvio Hutterli*, Strukturierte Produkte, Diss. Zürich/St. Gallen 2008, verwiesen, ferner auf die neueren Beiträge von *Christian Staub/Thomas S. Müller*, Aktuelle Regulierungspraxis bei strukturierten Produkten, SJZ 2011, S. 73 ff., sowie von *Mirjam Eggen*, Strukturierte Produkte im schweizerischen Recht – Eine Untersuchung möglicher regulatorischer Ergänzungen, SZW 2011, S. 121 ff.

<sup>99</sup> Zum Begriff der «Wesentlichkeit» bereits vorn IV.2.1.

verwalter zu kennen hat,<sup>100</sup> bevor eine Empfehlung oder Investition in ein strukturiertes Produkt erfolgt. Da jedoch der (primäre) Adressat eines vereinfachten Prospekts der Anleger (vgl. Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG) ist, zudem der vereinfachte Prospekt (ebenfalls) von Gesetzes wegen für den Durchschnittsanleger verständlich sein muss (vgl. Art. 5 Abs. 2 lit. b KAG), hat sich dieser auf die *essentialia*<sup>101</sup> zu konzentrieren. Hinsichtlich der Nennung «bedeutender» Risiken, die in der einschlägigen Selbstregulierung<sup>102</sup> mit den «wesentlichen» Risiken gleichgesetzt werden, darf sich der vereinfachte Prospekt auf einen «kurzen Hinweis»<sup>103</sup> beschränken, einerseits auf produktspezifische Risiken (limitiertes oder unlimitiertes Verlustpotenzial, Kapitalschutz oder bedingter Schutz,<sup>104</sup> aktienähnliches Risiko, allfällige frühere Rückzahlungsmöglichkeiten, Spreads), andererseits auf das Emittentenrisiko; zudem ist ein vorhandenes Rating aufzuführen bzw. dessen Nichtvorhandensein zu deklarieren.<sup>105</sup>

Zahlreiche weitere wichtige Risiken und (Produkte-)Eigenschaften bleiben jedoch *unerwähnt* bzw. werden für einen (Durchschnitts-)Anleger nicht ausreichend klar umschrieben, so etwa die Konstruktionsrisiken, die mit dem Basiswert (*underlying*) des strukturierten Produkts verbundenen Risiken,<sup>106, 107</sup>

allfällige (weitere) Markt- und Währungsrisiken,<sup>108</sup> alsdann die Diversifikations-/Korrelationseigenschaften eines Produkts oder die Tatsache, dass bei strukturierten Produkten (im Gegensatz zu Anlagefonds) kein Aussonderungsrecht besteht.<sup>109</sup> Hierbei handelt es sich jedoch um eine gewollte, d.h. «planmässige» Unvollständigkeit von Gesetz und Selbstregulierung, soll doch der vereinfachte Prospekt gerade nicht eine kundenspezifische Anlageberatung ersetzen.<sup>110</sup>

Aus letzterer Erkenntnis folgt jedoch für die vorliegende Thematik, dass ein Anlageberater zwingend über eine Produktekenntnis (insbesondere Risikokenntnis) verfügen muss, welche über die Angaben im vereinfachten Prospekt *hinausgeht*, um den aufklärungsbedürftigen Anleger über sämtliche möglichen (und nicht nur die wesentlichen) Risiken zu informieren und alsdann auch in der Lage zu sein, ein strukturiertes Produkt zu empfehlen oder, etwa bei fehlender Eignung des Produkts, von einer Empfehlung abzusehen. Entsprechendes gilt *mutatis mutandis* für einen Vermögensverwalter.

Anlageberater und Vermögensverwalter, welche sich mit Bezug auf ein Mandat Kenntnisse über ein strukturiertes Produkt aneignen müssen, dürfen es mithin nicht bei einer blossen (wenn auch wichtigen) Konsultation des vereinfachten Prospekts belassen. Vielmehr sind weitere Informationsquellen beizuziehen. Dazu gehören etwa die *Ratings* der zur vwd group gehörenden EDG: Diese Ratings<sup>111</sup> bewerten die wichtigsten Produktecharakteristika.<sup>112</sup> Sie gelten als anerkannt und werden mitunter regelmässig in der Neuen Zürcher Zeitung (NZZ) publiziert. Deren Kenntnis ist mithin für einen Anlageberater

<sup>100</sup> Das gilt natürlich nicht für diejenigen strukturierten Produkte, bei welchen eine Pflicht zur Erstellung eines vereinfachten Prospekts entfällt (vgl. Art. 4 Abs. 4 KKV).

<sup>101</sup> Vgl. auch die Präambel in der SBVg-Richtlinie über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten vom Juli 2007, wonach die Information «kurz» und «leicht verständlich» sein soll.

<sup>102</sup> Vgl. die SBVg-Richtlinie über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten vom Juli 2007, Übertitel zu Ziff. 5 lit. d (S. 8).

<sup>103</sup> Vgl. nochmals die SBVg-Richtlinie über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten vom Juli 2007, Übertitel zu Ziff. 5 lit. d (S. 8).

<sup>104</sup> Vgl. zu den Problemen betreffend «Kapitalschutz» v.a. den FINMA-Bericht Madoff/Lehman (Fn. 1), S. 14.

<sup>105</sup> Vgl. SBVg-Richtlinie über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten vom Juli 2007, Ziff. 5 lit. d (S. 8/9).

<sup>106</sup> Vgl. *Thomas Bischof/Andrea Lamprecht/Renate Schwob*, in: Watter/Vogt/Bösch/Rayroux/Winzler (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Kollektivanlagengesetz*, Basel 2009, N 98 (a.E.) zu Art. 5 KAG.

<sup>107</sup> Lediglich muss nach der SBVg-Richtlinie über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten vom Juli 2007, Ziff. 5 lit. e (S. 9) der Basiswert beschrieben und eindeutig identifiziert sein (z.B. mittels Valor, ISIN, Bloomberg- oder Reuterssymbol).

<sup>108</sup> Vgl. weiterführend *Hutterli* (Fn. 98), N 257 f.

<sup>109</sup> Zwar muss der vereinfachte Prospekt (u.a.) den Hinweis beinhalten, dass das strukturierte Produkt keine kollektive Kapitalanlage ist (vgl. Art. 5 Abs. 2 lit. c KAG); auch ist der Hinweis auf das Emittentenrisiko (Gegenparteiisiko) obligatorisch. Jedoch geht hieraus (zumindest) für einen Durchschnittsanleger nicht hinreichend klar hervor, dass ein Aussonderungsrecht fehlt und Letzteres der eigentliche Grund für das Emittentenrisiko ist.

<sup>110</sup> Vgl. *BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob* (Fn. 106), N 60 zu Art. 5 KAG.

<sup>111</sup> Vgl. die Website <[www.derivatives-group.com](http://www.derivatives-group.com)>.

<sup>112</sup> Die für das Rating massgebenden Produktecharakteristika sind: (i) Kosten, (ii) Handel, (iii) Bonität, (iv) Informationsbereitstellung; vgl. <[www.derivatives-group.com/ratings.html](http://www.derivatives-group.com/ratings.html)>.

oder Vermögensverwalter Pflicht, wenn er eines dieser bewerteten Produkte empfehlen oder dem Kunden in das Portefeuille integrieren will. Weiter sind die vom *Schweizerischen Verband für Strukturierte Produkte (SVSP)* publizierten Risikokennzahlen zu beachten,<sup>113</sup> ebenso die äusserst hilfreiche «SVSP Swiss Derivative Map», alsdann die auf Tagesbasis aktualisierten Angaben der Börse «*Scoach*» über Liquidität und Verfügbarkeit eines dort kotierten strukturierten Produkts.<sup>114</sup>

Ausserdem ist bei denjenigen (strukturierten) Produkten, welche über ein Gegenparteirisiko verfügen, stets die *Bonität* des Emittenten abzuklären. Sofern mithin ein *Rating* einer anerkannten Rating-Agentur<sup>115</sup> vorliegt, muss der Anlageberater oder Vermögensverwalter dieses kennen. Umgekehrt darf sich ein Anlageberater oder Vermögensverwalter aber auch auf ein solches *Rating* einer anerkannten Rating-Agentur verlassen. Weder ist es seine Aufgabe noch seine Pflicht, *smarter* als die Fachkräfte der Rating-Agenturen zu sein.<sup>116</sup> Auch handelt es sich bei Ratings von anerkannten Rating-Agenturen um die gestützt auf Art. 7 Abs. 2 VVRL erforderliche «zuverlässige» Quelle. Eine Ausnahme ist nur bei rechtsmissbräuchlicher Berufung auf ein krass bzw. offensichtlich falsches *Rating* zu machen.<sup>117</sup> Im Übrigen haben gerade die Ratings über die ehemalige Investmentbank *Lehman Brothers* gezeigt, dass die renommiertesten drei Rating-Agenturen kurz vor dem *Chapter-11-Filing* des Mutterhauses Lehman

Brothers Holdings Inc. (LBHI), welches am 15. September 2010 erfolgt ist, die Bonität noch mit den Noten «A»,<sup>118</sup> «A2»<sup>119</sup> bzw. «A+»<sup>120</sup> bewertet haben.<sup>121</sup> Diesbezüglich kann bzw. konnte einem Anlageberater oder Vermögensverwalter, welcher sich auf diese Ratings verlassen hat, nicht vorgeworfen werden, es habe ihm hinsichtlich der Bonität des strukturierten Lehman-Produkts an der erforderlichen Kenntnis gefehlt.<sup>122</sup>

Schliesslich hat sich ein Anlageberater oder Vermögensverwalter über die *steuerliche* Behandlung des empfohlenen bzw. investierten (strukturierten) Produkts zu informieren.<sup>123</sup>

#### 4.2 Exchange Traded Funds («ETFs»)

*Exchange Traded Funds* («ETFs») sind börsenkotierte und fortlaufend gehandelte, nicht aktiv verwaltete Fonds ohne Laufzeitbegrenzung, welche in der Regel einen bestimmten Index 1:1 «passiv» abbil-

<sup>113</sup> Zurückhaltend zur Aussagekraft dieser Risikokennzahlen jedoch *Eggen* (Fn. 98), S. 129 Fn. 72.

<sup>114</sup> Vgl. bereits *Eggen* (Fn. 98), S. 131 und dort Fn. 87.

<sup>115</sup> Die FINMA hat bis anhin folgende Rating-Agenturen anerkannt (vgl. die entsprechende Liste der FINMA, zu beziehen unter <[www.finma.ch/d/beaufsichtigte/documents/dratingagenturen.pdf](http://www.finma.ch/d/beaufsichtigte/documents/dratingagenturen.pdf)>): (i) DBRS; (ii) Fitch; (iii) Moody's; (iv) Standard & Poors (ferner für öffentlich-rechtliche Körperschaften: Fedafin AG). – Vgl. nunmehr auch das FINMA-RS 2012/1 betreffend Rating-Agenturen.

<sup>116</sup> So etwa auch der Entscheid des HGer. Bern vom 25. August 2010 betr. ein «Lehman»-Produkt, erläutert bei *Susan Emmenegger/Luc Thévenoz*, Das schweizerische Bankprivatrecht 2010–2011, SZW 2011, S. 372 ff., 382: «Die Bank stützte sich bei ihrer Empfehlung auf die Angaben ... der externen Rating-Agenturen. Der Kläger konnte nicht substantiiert darlegen, inwiefern die Bank es hätte besser wissen müssen»; früher bereits *Witte/Mehrbrey* (Fn. 68), S. 747 (linke Spalte).

<sup>117</sup> Vgl. vorn IV.3.4.

<sup>118</sup> Rating der Agentur *Standard & Poors* (vgl. das von Standard & Poors eigens erstellte Paper vom 24. September 2008, «*Why Was Lehman Brothers Rated "A"?*»; <[www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Lehman\\_Brothers.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Lehman_Brothers.pdf)>).

<sup>119</sup> Rating der Agentur *Moody's* (vgl. <[www.highbeam.com/doc/1G1-184756515.html](http://www.highbeam.com/doc/1G1-184756515.html)>).

<sup>120</sup> Rating der Agentur *Fitch* (vgl. <<http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2008-09/11750705-fitch-says-lehman-rating-will-be-cut-without-a-deal-020.htm>>).

<sup>121</sup> Zum Ganzen auch bereits *Witte/Mehrbrey* (Fn. 68), S. 744 sowie dort Fn. 6.

<sup>122</sup> Indessen ist durchaus denkbar, dass bei denjenigen Kunden, welche gemessen an ihrem Risikoprofil, an der vereinbarten Anlagestrategie oder am Gesamtvolumen einen übermässig hohen Anteil von Lehman-Produkten in ihren Depots hatten, mithin das Gebot der Diversifikation und der «Suitability» keine oder zu wenig Beachtung fand (hierzu bereits *Jean-Marc Schaller*, Banken unter Beschuss – Voraussetzungen für Schadenersatz bei Portefeuille-Verlusten, NZZ vom 24. Juni 2009, Sonderbeilage Vermögensverwaltung, SB 9, linke Spalte [Mitte/unten]), hierfür allenfalls (auch) eine mangelhafte Produktekenntnis ursächlich war. Insoweit läge wiederum eine haftungsbegründende Verletzung der Pflicht zur Produktekenntnis vor.

<sup>123</sup> Hierzu weiterführend etwa *Hutterli* (Fn. 98), N 284 ff., sowie N 436 (mit weit. Verw.) betreffend Einbezug in den vereinfachten Prospekt.

den<sup>124</sup> (sollen<sup>125</sup>). Anhand dieser Definition lässt sich ersehen, dass ETFs an sich nicht zur Kategorie der (strukturierten) Produkte zählen. Vielmehr handelt es sich (immer noch nach traditioneller Anschauung) um handelbare Fondsanteile. Für den Anleger hat ein ETF den Vorteil, dass ein Gegenparteirisiko nicht existiert, da im Falle der Insolvenz des Emittenten ein Aussonderungsrecht zugunsten des Anlegers besteht (vgl. Art. 35 KAG). Gleichwohl werden die ETFs zusammen mit den ETNs und ETVs zu den «Exchange Traded Products» gezählt.<sup>126</sup>

In jüngster Zeit sind jedoch wegen der zunehmenden Beliebtheit der ETFs bei der Anlegerschaft auf den internationalen Finanzmärkten Tendenzen zu einer einerseits extensiven Verwendung und andererseits zu einer Abwandlung des Gütesiegels «ETF» zu beobachten:<sup>127</sup> So werden neuerdings auch Produkte mit dem Label ETF versehen, mit welchen etwa (i) ein *Leverage* aufgebaut wird (sog. «Hebel»-ETFs), oder mit welchen (ii) *Short*-Positionen eingegangen werden und damit ETF-Wetten auf *fallende Märkte* möglich sind (sog. «Short»-ETFs).<sup>128</sup>

Während die (geschuldete) vertiefte Kenntnis solcher ETFs an einen Anlageberater oder Vermögensverwalter, der solche Produkte für seine Kunden in Betracht zieht, bereits erhöhte Anforderungen stellt, erweist sich ein genaues Hinschauen bei jedem mit «ET-...» betitelten Produkt umso mehr als unerlässlich, als nunmehr ETF-ähnliche Produkte emittiert worden und im Umlauf sind, so etwa *ETCs* («Exchange Traded Commodities»), *ETNs*

(«Exchange Traded Notes») und *ETVs* («Exchange Traded Vehicles».<sup>129</sup> Bei diesen Produkten handelt es sich gerade nicht um Fondsanteile, sondern um «Strukturen-ähnliche» Produkte.<sup>131</sup> Das Label «ETF» ist denn auch nicht geschützt,<sup>132</sup> sodass scheinbare «ETFs» teilweise falsch etikettiert auf den Markt kommen und dort unter unzutreffender Bezeichnung weitervertrieben werden.<sup>133</sup> Anlageberater und Vermögensverwalter müssen somit Kenntnis davon haben, ob bzw. bei welchen Produkten der Anleger mit dem Risiko der Insolvenz des Emittenten belastet ist und, jedenfalls in der Anlageberatung, auch den Kunden vor einer Empfehlung zur Investition in einen ETF entsprechend in Kenntnis setzen, gerade weil das Emittenten-/Gegenparteirisiko wie gesehen zu den «wesentlichen» Kenntnissen zählt, über welche der Kunde zu informieren ist.

Ausserdem hat das *Financial Stability Board* (FSB) am 12. April 2011 einen Bericht veröffentlicht, in dem vor Intransparenzen, Exzessen und damit zusammenhängenden Risiken bei den ETF gewarnt wird.<sup>134</sup> In der *NZZ* wurde hierüber berichtet.<sup>135</sup> So ist gerade bei sog. *geswappten* ETFs genaues Hinschauen vonnöten: Diese ETFs beinhalten «Swaps», sodass ein Anleger plötzlich (indirekt) in *japanische* Aktien investiert hat, obwohl er an sich einen «*SMI*»-ETF im Depot hat.<sup>136</sup> Solche Produkte stellen für Vermögensverwalter und Anlageberater in mehrfacher Hinsicht

<sup>124</sup> Diese Definition stellt eine Kombination mehrerer (publizierter) Definitionen dar, vgl. v.a. die Abhandlung der SIX Swiss Exchange zu Exchange Traded Funds (ETF) – Grundlagen, Funktionsweise und praktischer Einsatz, Zürich 2010, S. 2; vgl. ferner den Artikel «Regulatoren orten Risiken bei komplexen ETF», *NZZ* vom 13. April 2011, S. 33.

<sup>125</sup> Naturgemäss kann ein ETF einen Index nie zu 100% spiegeln.

<sup>126</sup> Vgl. den Bericht des Financial Stability Board (Verweis hinten Fn. 134), S. 3 Fn. 4.

<sup>127</sup> Vgl. hierzu den Artikel «Exchange-Traded-Label sorgt für Verwirrung», *NZZ* vom 7. März 2011, S. 25, sowie den Artikel «Regulatoren orten Risiken bei komplexen ETF», *NZZ* vom 13. April 2011, S. 33.

<sup>128</sup> Vgl. zu den damit einhergehenden Problemen hinsichtlich Transparenz und Risiken die Artikel «Verwirrende Indexprodukte», *NZZ* vom 31. August 2011, Sonderbeilage Derivative Produkte, S. 5; «Boom bei Indexfonds führt zu gefährlichen Auswüchsen», *NZZ* am Sonntag, 26. Juni 2011, S. 35.

<sup>129</sup> Vgl. hierzu auch den Artikel «Babylonische Sprachverwirrung bei Anlageprodukten – ETF, ETC, ETN, ETP: Viele Anleger sind etwas ratlos. Dabei gibt es zentrale Unterschiede bei diesen Produkten. Was die Investoren wissen sollten», *NZZ* am Sonntag vom 24. April 2011, S. 37.

<sup>130</sup> Branchengängige Abkürzung für strukturierte Produkte.

<sup>131</sup> Vgl. hierzu nochmals den Artikel «Exchange-Traded-Label sorgt für Verwirrung», *NZZ* vom 7. März 2011, S. 25, wonach es sich bei diesen Produkten um eigentliche Schuldverschreibungen handle, deren einziger Unterschied zu strukturierten Produkten darin bestehe, dass sie besichert seien und Banken im Handel für Liquidität sorgen.

<sup>132</sup> Vgl. die SIX-Abhandlung zu ETF (Fn. 124), S. 81.

<sup>133</sup> Vgl. hierzu den Artikel «Neue Kritik an Exchange-Traded Funds», *NZZ* vom 30. Mai 2011, S. 23.

<sup>134</sup> Vgl. den Bericht «Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)» des Financial Stability Board vom 12. April 2011, abrufbar unter [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110412b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf).

<sup>135</sup> Vgl. den Artikel «Regulatoren orten Risiken bei komplexen ETF», *NZZ* vom 13. April 2011, S. 33.

<sup>136</sup> Vgl. den Artikel «Regulatoren orten Risiken bei komplexen ETF», *NZZ* vom 13. April 2011, S. 33.

ein Risiko dar, einerseits (v.a. für Anlageberater) hinsichtlich einer korrekten Aufklärung des Anlegers über diese (speziellen) Produkteigenschaften, andererseits (für Vermögensverwalter und Anlageberater) hinsichtlich einer allfälligen Verletzung von Weisungen des Kunden betreffend Anlagestrategie und -restriktionen, so etwa bei folgenden Weisungen des Kunden: «Investitionen nur in den Heimmarkt», oder «keine Investitionen in asiatische Märkte». Weiter bestehen aufgrund der «Swaps» unter Umständen Besicherungs- und Gegenparteirisiken.<sup>137</sup> Eine vertiefte Kenntnis über Charakteristika und Funktionsweise solcher *Swap-ETFs* ist daher für Anlageberater und Vermögensverwalter unabdingbar, sofern sie nicht vom Einsatz solcher Produkte von vornherein Abstand nehmen wollen.

In Nachachtung vorstehender Erwägungen sollte ein Anlageberater oder Vermögensverwalter bei «ETF» und «ETF-ähnlichen» Produkten (zumindest) über folgende Charakteristika Bescheid wissen:

- (i) Handelt es sich um einen «echten» ETF, d.h., um einen Anlagefonds mitsamt Aussonderungsrecht (kein Gegenparteirisiko) oder um einen «scheinbaren» ETF (unter allenfalls irreführender Verwendung eines ähnlichen Labels)?
- (ii) Es ist ein genaues Verständnis des «Underlying» (zumeist Index) und der damit verbundenen (Markt-)Risiken erforderlich.<sup>138</sup>
- (iii) Ist der Index (Underlying) marktgewichtet oder nicht (wenn ja, dann ist die Risikodiversifikation weniger stark<sup>139</sup>)?
- (iv) Entspricht die Fondswährung der Handelswährung (Fremdwährungsrisiken)?
- (v) Handelt es sich um einen ETF auf einen Preis- oder Performance-Index (bei Ersterem werden Dividenden ausgeschüttet; Wiederaanlageproblem<sup>140</sup>)?
- (vi) Welches ist die Replikationsmethode (vollständig/Sampling/synthetisch)?<sup>141</sup>
- (vii) In welcher Höhe fallen Verwaltungs- und Managementgebühren an?
- (viii) Welches ist der «Track Record» des Fondsmanagers?<sup>142</sup>
- (ix) Was ergeben «Spread»-Vergleiche?
- (x) Betreibt der ETF-Manager Wertpapierleihgeschäfte (Gegenparteirisiko)?

Die Informationsquellen, welche ein Anlageberater oder Vermögensverwalter zur Erlangung der vorstehenden Informationen beizuziehen hat, sind (vorab) der Fondsprospekt sowie ausserdem die Informationsplattform *www.etfinfo.com*. Auf dieser Website sind zahlreiche Informationen über einzelne ETFs zu finden, so etwa Angaben zur Fonds-/Handelswährung, zur Höhe der Verwaltungsgebühr, zur Replikationsmethode und zu den Ländern mit Vertriebszulassung. Weiter kann ein (laufend aktualisierter) *Monatsbericht* des Emittenten abgerufen werden. Diese Plattform kann unterdessen ebenfalls als anerkannte («zuverlässige») Quelle gelten, wird sie doch von renommierten Partnern unterstützt.<sup>143</sup>

## V. Ergebnis: Eckwerte einer «KYP» für Anlageberater und Vermögensverwalter

Im Ergebnis lassen sich folgende Eckwerte einer «KYP» für Anlageberater und Vermögensverwalter bestimmen: Die KYP kann als Teilgehalt der auftragsrechtlichen Sorgfaltspflicht (Art. 398 Abs. 2 OR) unter Beiziehung anerkannter rechtlicher Richtwerte aus Selbstregulierung, Lehre und Praxis dahingehend konkretisiert werden, dass sie sich nicht nur auf die *wesentlichen* Eigenschaften eines Produkts beschränkt, sondern vom Anlageberater und Vermö-

<sup>137</sup> Vgl. nochmals den Artikel «Neue Kritik an Exchange-Traded Funds», NZZ vom 30. Mai 2011, S. 23.

<sup>138</sup> Folgende Punkte sind von Wichtigkeit: (i) Liegt ein «Buy-and-hold»-Index (z.B. Gesamtmarktindex, Branchenindex) oder ein «Leverage-/Short»-Index vor? (ii) Welches ist die Zusammensetzung des Index (wenige Titel bzw. ein Branchen-Übergewicht der massgeblichen Titel können zu einem Klumpenrisiko führen)?

<sup>139</sup> Vgl. hierzu den Artikel «Anleger im Index-Dschungel», NZZ vom 28. Februar 2011, S. 25.

<sup>140</sup> Vgl. hierzu den Artikel «Anleger im Index-Dschungel», NZZ vom 28. Februar 2011, S. 25.

<sup>141</sup> Vgl. hierzu nochmals die instruktive SIX-Abhandlung zu ETF (Fn. 124), S. 47 ff.

<sup>142</sup> Da ETF passiv gemanagt werden, bedarf es nicht einer Due Diligence hinsichtlich Performance eines Fondsmanagers in der Vergangenheit, sondern vielmehr hinsichtlich der Erfahrung des Fondsmanagers, welche etwa Rückschlüsse auf die Minimierung von «Tracking Errors» erlaubt.

<sup>143</sup> So zählen zu den sogenannten «Partnern» von *www.etfinfo.com* (i) Credit Suisse, (ii) db x-trackers, (iii) Invesco Power Shares, (iv) iShares, (v) LYXOR, (vi) Julius Bär Funds, (vii) UBS, (viii) ZKB. – Medienpartnerin ist ausserdem die Neue Zürcher Zeitung (NZZ).

gensverwalter eine *vertiefte* Kenntnis insbesondere über die Risiken verlangt (ohne dass jedoch zwingend einer herrschenden Marktanschauung über die Perspektiven eines Produkts Folge geleistet werden müsste). Bei fehlender oder unzureichender Kenntnis bestehen gegenüber dem Kunden Offenlegungspflichten. Was die Informationsquellen anbelangt, anhand derer sich ein Anlageberater oder Vermögensverwalter das erforderliche Wissen über ein Produkt anzueignen hat, so lässt sich gestützt auf die vorstehenden Erörterungen eine Konsultationspflicht bejahen für:

1. den *(Kotierungs-)Prospekt* oder *vereinfachten Prospekt*;
2. weiteres *Informationsmaterial* des Emittenten (falls frei zugänglich);
3. *Ratings*;<sup>144</sup>
4. das *Produkte-Rating* der EDG (*www.derivatives-group.com*), *Risikokennzahlen* und *Swiss Derivative Map* des SVSP, *Liquiditätsinformationen* durch Scoach;<sup>145</sup>
5. die *Informationsseite* (u.a.) der NZZ Media über ETF (*www.etfinfo.com*);<sup>146</sup>
6. *bank-/hauseigenes Research* (falls vorhanden/ zugänglich);

7. die *Neue Zürcher Zeitung*;

8. die *aktuellen Börsen-/Handelskurse*.

Eine solche Liste, mit welcher sich dereinst ein *Minimal Standard* der Produktekenntnis definieren liesse, ist indes noch provisorischer Natur und soll als Grundlage für weitere Diskussionen dienen. Ausserdem ist darauf hinzuweisen, dass künftige (neue) Informationsquellen bei entsprechender Relevanz und Anerkennung in der Branche in die vorstehende Liste aufgenommen werden können (und auch sollten).

Schliesslich bleibt im Sinne einer «De-lege ferenda»-Betrachtung der Hinweis beizufügen, dass ein Einbezug der «KYP» in das Aufsichtsrecht, etwa in ein künftiges Finanzdienstleistungsgesetz,<sup>147</sup> nicht empfohlen wird: Die vorstehenden Ausführungen haben gezeigt, wie viele Verästelungen und damit einhergehend Unschärfen die vorliegende Thematik aufweist. Sie liesse sich daher mittels einer Regel des Aufsichtsrechts nur unzureichend erfassen. Stattdessen soll es Aufgabe des *Privatrechts* sein und bleiben, die Pflicht zur Produktekenntnis («KYP») mit dem passenden Inhalt aufzufüllen. Hierzu soll der vorliegende Aufsatz beitragen.

<sup>144</sup> Nur bei Produkten mit Gegenparteirisiko und beschränkt auf Ratings anerkannter Rating-Agenturen.

<sup>145</sup> Alles nur betreffend (strukturierter) Produkte.

<sup>146</sup> Nur betreffend ETF.

<sup>147</sup> Vgl. zur an sich begrüssenswerten Idee eines solchen Gesetzes den FINMA-Vertriebsbericht (Fn. 3), S. 67 ff.