

Thomas Jutzi / Ksenia Wess / Damian Sieradzki

Das Kollektivanlagenrecht im Lichte der neuen Finanzmarktarchitektur

Unter besonderer Berücksichtigung der europäischen Rechtsordnung

Das am 1. Januar 2020 in Kraft getretene FIDLEG- und FINIG-Reformpaket, womit (in inhaltlicher Hinsicht) unter anderem die Äquivalenz zum EU-Recht sichergestellt werden soll(te), hat die horizontale Architektur der schweizerischen Finanzmarktregulierung erweitert. Gleichzeitig hat die neue Architektur auch zahlreiche Änderungen im Schweizer Kollektivanlagenrecht bewirkt. Im vorliegenden Beitrag untersuchen die Autoren die einzelnen Neuerungen vor dem Hintergrund des Einflusses der europäischen Rechtsordnung.

Beitragsart: Wissenschaftliche Beiträge

Rechtsgebiete: Europäisches Wirtschaftsrecht; Kapitalmarktrecht

Zitiervorschlag: Thomas Jutzi / Ksenia Wess / Damian Sieradzki, Das Kollektivanlagenrecht im Lichte der neuen Finanzmarktarchitektur, in: Jusletter 29. Juni 2020

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Rechtsgrundlagen des Kollektivanlagenrechts
 - A. Schweiz
 - 1. Entwicklung
 - a. Allgemein
 - b. Verwalter von Kollektivvermögen im Besonderen
 - 2. Neuerungen
 - a. FINIG
 - b. FIDLEG
 - c. KAG
 - B. EU-Rechtsrahmen
 - 1. UCITSD
 - 2. AIFMD
 - 3. MiFID II
 - C. Vergleich
- III. Ausgewählte kollektivanlagenrechtliche Regulierungsaspekte
 - A. Vertrieb
 - 1. Schweiz
 - a. Vom Vertrieb zum Anbieten
 - b. Anbieten vs. Finanzdienstleistung
 - 2. EU
 - a. Vertrieb gemäss UCITSD
 - b. Vertrieb gemäss AIFMD
 - c. Vertrieb gemäss MiFID II
 - d. Vertrieb gemäss Prospekt-VO
 - 3. Vergleich
 - B. Kundensegmentierung
 - 1. Schweiz
 - a. Zusammenspiel von KAG und FIDLEG
 - b. Liberalisierungen im Kollektivanlagenrecht
 - 2. EU
 - 3. Vergleich
 - C. Verhaltenspflichten
 - 1. Schweiz
 - a. Verhaltenspflichten nach aKAG
 - b. Verhaltenspflichten gemäss KAG und FIDLEG
 - i. FIDLEG
 - ii. RevKAG
 - 2. EU
 - 3. Vergleich
 - D. Publizitätspflichten
 - 1. Schweiz
 - a. Allgemeine Neuerungen gemäss FIDLEG
 - b. Kollektivanlagenrechtliche Publizitätspflichten
 - i. Prospektpflichten
 - ii. Basisinformationsblatt
 - 2. EU
 - a. UCITSD
 - b. AIFMD
 - c. Basisinformationsblatt
 - d. Prospekt-VO
 - 3. Vergleich
- IV. Schlussbetrachtungen

I. Einleitung

[1] Das Inkrafttreten des FIDLEG¹-/FINIG²-Gesetzespakets am 1. Januar 2020 begründete neben einer architektonischen (Teil-)Neugestaltung des schweizerischen Finanzmarktrechts³ vielfältige Veränderungen in der Regulierungsstruktur der verschiedenen Finanzmarktgesetze. So bedingten die beiden neuen Erlasse Änderungen im FINMAG⁴, im FinfraG⁵, im BankG⁶ oder im GwG⁷, um nur einige zentrale Finanzmarktrechtserlasse zu erwähnen. Im Recht der kollektiven Kapitalanlagen wurden gewisse Inhalte aus dem sektorenspezifischen KAG herausgelöst und sektorenübergreifend, d.h. für alle Finanzdienstleister geltend, in das FIDLEG/FINIG transferiert. Dabei ersetzen die neuen sektorenübergreifenden Regeln die alte fondsindustriespezifische KAG-Regulierung in teilweise abgeänderter Form. In materieller Hinsicht sollte der Erlass des FIDLEG/FINIG unter anderem eine Annäherung an das Recht der EU bewirken⁸; dies, um für in der Schweiz ansässige Finanzdienstleister den Zugang zum europäischen Finanzmarkt zu erleichtern. Das schweizerische Kollektivanlagenrecht ist in seiner Genese von Zutrittsbestrebungen zum europäischen Markt geleitet und weist daher eine äusserst starke europäische Prägung auf.⁹ Vor diesem Hintergrund erscheint die nähere Betrachtung ausgewählter Aspekte des Kollektivanlagenrechts als Teilbereich der neuen schweizerischen Finanzmarktarchitektur besonders angebracht.

[2] In einem ersten Teil (Abschnitt II.) werden die allgemeinen Rechtsgrundlagen des Kollektivanlagengeschäfts in der Schweiz¹⁰ sowie in der EU¹¹ dargestellt. Dabei wird auf die Entwicklung des schweizerischen Kollektivanlagenrechts mit einem besonderen Augenmerk auf den Einfluss des europäischen Rechts generell¹² sowie im Besonderen mit Blick auf die Verwalter kollektiver Kapitalanlagen¹³ eingegangen. In einem nächsten Schritt (Abschnitt III.) stellen die Autoren vier schwerpunktmässige Themenkomplexe des geltenden schweizerischen Kollektivanlagenrechts (Vertrieb,¹⁴ Kundensegmentierung,¹⁵ Verhaltenspflichten¹⁶ und Publizität¹⁷) dem europäischen Recht gegenüber.¹⁸ Abgerundet wird die Darstellung mit einer zusammenfassenden Würdigung der gewonnenen Erkenntnisse in Form eines Schlussfazits (Abschnitt IV.).

¹ Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (FIDLEG; SR 950.1).

² Bundesgesetz über die Finanzinstitute vom 15. Juni 2018 (FINIG; SR 954.1).

³ Vgl. dazu unten, II.A.

⁴ Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (FINMAG; SR 956.1).

⁵ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivat Handel vom 19. Juni 2015 (FinfraG; SR 958.1).

⁶ Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (BankG; SR 952.0).

⁷ Bundesgesetz über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung vom 10. Oktober 1997 (GwG; SR 955.0).

⁸ Vgl. dazu unten, II.A.

⁹ Vgl. dazu unten, II.A.1.a.

¹⁰ Vgl. dazu unten, II.A.

¹¹ Vgl. dazu unten, II.B.

¹² Vgl. dazu unten, II.A.1.a.

¹³ Vgl. dazu unten, II.A.1.b.

¹⁴ Vgl. dazu unten, III.A.

¹⁵ Vgl. dazu unten, III.B.

¹⁶ Vgl. dazu unten, III.C.

¹⁷ Vgl. dazu unten, III.D.

¹⁸ Vgl. dazu unten, III.A.3, III.B.3, III.C.3, III.D.3.

II. Rechtsgrundlagen des Kollektivanlagenrechts

A. Schweiz

1. Entwicklung

a. Allgemein

[3] Das schweizerische Kollektivanlagenrecht geht auf das AFG¹⁹ aus dem Jahr 1966 zurück, das bis zu seiner Revision 1994 und Inkrafttreten der revidierten Fassung²⁰ am 1. Januar 1995 nur Wertpapier- und Immobilienanlagen erfasste.²¹ Während man sich bei Erlass des AFG (noch) nicht von ausländischen «Vorbildern» leiten liess,²² war die Revision des AFG entscheidend durch die Entstehung des europäischen Finanzbinnenmarktes geprägt, in dessen Zentrum seit 1985 die UCITSD I²³ stand.^{24,25} Seither steht die schweizerische Kollektivanlagengesetzgebung unter der Prämisse der kontinuierlichen Angleichung an das europäische Recht.²⁶ Gleichzeitig war der heimische Gesetzgeber aber bestrebt, schweizerische Besonderheiten als Wettbewerbsvorteile zu nutzen. Während etwa auf europäischer Ebene die auf andere Kollektivanlagen als UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) anwendbaren rechtlichen Grundlagen bis zum Inkrafttreten der AIFMD²⁷ (2011) sehr zersplittert waren,²⁸ nahm das revAFG (1995) die Gattung der «Übrigen Fonds» als eine nicht EG-kompatible, nicht UCITS-kon-

¹⁹ Bundesgesetz vom 1. Juli 1966 über die Anlagefonds (zit.: AFG; AS 1967 115).

²⁰ Bundesgesetz vom 18. März 1994 über die Anlagefonds (zit.: revAFG [1995]; AS 1994 2523).

²¹ Art. 6 AFG.

²² THOMAS JUTZI, Der Einfluss des EU-Rechts auf das schweizerische Recht der kollektiven Kapitalanlagen, AJP 2015, 5 ff., 7 f. (zit.: JUTZI AJP).

²³ Zum europäischen Rechtsrahmen vgl. II.B.

²⁴ Botschaft vom 14. Dezember 1992 zum revidierten Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz; AFG), BBl 1993 I 217 (zit.: Botschaft revAFG 1992), 226 f.; JUTZI AJP (FN 22), 7 f. Vgl. auch NATALIE FLATZ, Die Totalrevision des schweizerischen Anlagefondsgesetzes aus dem Blickwinkel der Europakompatibilität und der Herausforderungen im globalen Wettbewerb, in: Carl Baudenbacher (Hrsg.), Aktuelle Entwicklungen des europäischen Wirtschaftsrechts, Band 9, 2007, 173.

²⁵ Dies zeitigte sich besonders mit Blick auf die Ausgestaltung EG-kompatibler Effektenfonds gemäss Art. 32 ff. revAFG (1995). Dem Bundesrat stand es offen, für Effektenfonds weitere Anlagen zuzulassen, namentlich solche, die nach dem EG-Recht für Effektenfonds zugelassen waren, vgl. Art. 32 Abs. 2 revAFG (1995). Hinsichtlich der Anlagevorschriften für Effektenfonds waren die massgeblichen Anforderungen des EG-Rechts zu beachten, vgl. Art. 43 Abs. 3 revAFG (1995). Der Bundesrat konnte zudem den Prospektinhalt nach Massgabe des EG-Rechts festlegen, vgl. Art. 50 Abs. 1 revAFG (1995).

²⁶ Botschaft revAFG 1992 (FN 24), 218, 220 ff.; Botschaft vom 23. September 2005 zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG), BBl 2005 6395 (zit.: Botschaft KAG 2005), 6401; Botschaft vom 2. März 2012 über die Änderung des Kollektivanlagengesetzes (KAG), BBl 2012 3639 (zit.: Botschaft KAG 2012), 3644; Botschaft vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG), BBl 2015 8901 (zit.: Botschaft FIDLEG/FINIG), 8931, 8938; THOMAS JUTZI, Die Regulierung von Managern alternativer Investmentfonds – Das Recht der Europäischen Union als Auslöser und Beschleuniger der schweizerischen Gesetzgebung, ZVglRWiss 112 (2013), 240 ff. (zit.: JUTZI ZVglRWiss); JUTZI AJP (FN 22), 6 ff. Mancherorts wird das schweizerische Kollektivanlagenrecht auch als «Paradebeispiel» für eine europäisch geprägte Regulierung bezeichnet, vgl. PETER V. KUNZ, Europa als Massstab für das schweizerische Wirtschaftsrecht?, in: Wolfgang Wiegand et al. (Hrsg.), Tradition mit Weitsicht, Festschrift für Eugen Bucher zum 80. Geburtstag, Bern 2009, 457; DERS., Gesellschaftsrecht der Europäischen Union (EU) – Übersicht sowie rechtsvergleichende Bedeutung für die Schweiz, in: Peter V. Kunz et al. (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht VI, Bern 2011, 222.

²⁷ Richtlinie 2011/61/EU, ABl. L 174/1 vom 1. Juli 2011.

²⁸ ULF KLEBECK, in: Dirk Zetzsche (Hrsg.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, AH Alphen aan den Rijn, 2012, 78 (zit.: BEARBEITER, in: Zetzsche); KAGB-Kommentar-Zetzsche, Einl. N 58, in: Heinz-Dieter Assmann/Edgar Wallach/Dirk A. Zetzsche (Hrsg.) Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar, Köln 2019 (zit. KAGB-Kommentar-BEARBEITER); LUCIA QUAGLIA, The European Union & Global Financial Regulation, Oxford/New York 2014, 68.

forme Fondskategorie auf.²⁹ Ähnlich wie im heutigen Verhältnis von UCITS zu AIF³⁰ schuf der Gesetzgeber im revAFG mit den «Übrigen Fonds» eine Art Auffanggefäss für in nicht traditionelle Anlagen investierende Fonds³¹ und positionierte damit eine subsidiäre Fondskategorie zu den Effektenfonds «unter einem Dach». Die Einführung dieser Fondsklasse im revAFG (1995) bildete eine Innovation mit vergleichbaren Vorbildern in anderen Jurisdiktionen wie Grossbritannien, Frankreich und den USA,³² deren Verwalter sechzehn Jahre später Regelungsgegenstand der AIFMD wurden.³³

b. Verwalter von Kollektivvermögen im Besonderen

[4] Verwalter kollektiver Kapitalanlagen wurden in der Schweiz weder durch das AFG (1966) noch durch das revAFG (1995) reguliert. Die gesetzmässige Erfassung erfolgte erst mit dem Erlass des KAG im Jahr 2007. Die schweizerische Regulierung der Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen geht vorwiegend auf die überarbeitete UCITSD III³⁴ aus dem Jahr 2001 zurück, welche verlangte, dass Vermögensverwalter von UCITS einer Aufsicht zu unterstellen sind.³⁵ Aus diesem Grund wurden in Art. 18 KAG (2007) die Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen gesetzlich geregelt. Da aber das KAG bereits die Kategorie der «Übrigen Fonds» kannte und nun mit Art. 18 KAG (2007) *alle* Manager schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen regulierte,³⁶ entstand ein Rechtsrahmen, der auch Schweizer Verwalter alternativer Anlagen erfasste – zwar viel weniger weit gehend, aber immerhin – lange bevor dies in Europa durch die AIFMD der Fall war.

[5] Die schweizerische Verwalterregulierung stand jedoch bis im Jahr 2013 in vielerlei Hinsicht im Kontrast zu den detaillierten Anforderungen der AIFMD aus dem Jahr 2011. Insbesondere war die Nichtunterstellung der Verwalter von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz nicht mit der AIFMD, die Manager mit originärer Vermögensverwaltungstätigkeit als AIFM qualifiziert und den strengen Anforderungen der Richtlinie unterstellt, vereinbar.³⁷ Um eine Angleichung an das Niveau der europäischen AIFMD und anderer internationaler Standards herzustellen,³⁸ wurde das KAG im Jahr 2013 insbesondere hinsichtlich der zwingenden Unter-

²⁹ Vgl. zum Ganzen AFG Kommentar-SPINNLER, Art. 35 N 2 ff., in: Peter Forstmoser (Hrsg.), Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Zürich 1997 (zit. AFG Kommentar-BEARBEITER). Als «Übrige Fonds» galten gem. Art. 35 Abs. 1 revAFG (1995) Anlagefonds, die weder Effekten- noch Immobilienfonds waren.

³⁰ Als AIF gelten gem. Art. 4 Abs. 1 lit. a Ziff. 2 AIFMD Organismen für gemeinsame Anlagen, die nicht eine UCITS-Genehmigung benötigen.

³¹ AFG Kommentar-SPINNLER (FN 29), Art. 35 N 16 und 25.

³² AFG Kommentar-SPINNLER (FN 29), Art. 35 N 17 und 24.

³³ Zu UCITSD III vgl. FN 88.

³⁴ Zu UCITSD III vgl. FN 88.

³⁵ Art. 5g UCITSD III. Die fehlende Unterstellung wurde für schweizerische Vermögensverwalter von UCITS zu einem Wettbewerbsnachteil, da das Verwalten europakompatibler Anlagefonds nur noch Unternehmen übertragen werden durfte, die in ihrem Herkunftsland einer angemessenen Aufsicht unterstehen, vgl. JUTZI ZVglRWiss (FN 26), 236 f. m.w.H.

³⁶ JUTZI ZVglRWiss (FN 26), 237.

³⁷ Botschaft KAG 2012 (FN 26), 3644; JUTZI ZVglRWiss (FN 26), 240.

³⁸ Bei den internationalen Standards standen insbesondere die Prinzipien für die Regulierung von Hedge Funds im durch die IOSCO veröffentlichten «Final Report on Hedge Funds Oversight» vom März 2009 im Zentrum, vgl. Botschaft KAG 2012 (FN 26), 3656.

stellung aller Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen angepasst.³⁹ Seit diesem Zeitpunkt werden sämtliche schweizerischen Verwalter kollektiver Kapitalanlagen, unabhängig davon, ob es sich um eine schweizerische oder eine ausländische kollektive Kapitalanlage handelt, durch die FINMA beaufsichtigt.⁴⁰ Die Bewilligungsvoraussetzungen für die Manager sowie deren zulässige Geschäftstätigkeiten⁴¹ und die Delegation von Aufgaben⁴² wurden grösstenteils an die Vorgaben der AIFMD angeglichen,⁴³ sodass diesbezüglich seit der Revision grosse Übereinstimmung besteht.⁴⁴

2. Neuerungen

[6] Mit dem am 1. Januar 2020 in Kraft getretenen FIDLEG und FINIG wurde der Übergang zu einem überwiegend horizontalen Regulierungskonzept im schweizerischen Finanzmarktrecht vollzogen.⁴⁵ Während sich im vorigen, vertikalen Regulierungsmodell die materiell-rechtlichen Aufsichtsnormen aus den jeweiligen branchenspezifischen Finanzmarktgesetzen ergaben, werden bei der nun horizontalen Regulierung nicht mehr einzelne Finanzsektoren isoliert, sondern vielmehr Querschnittsthemen branchenübergreifend reguliert.⁴⁶ Diese Neugestaltung hatte bedeutsame konzeptionelle Veränderungen im Kollektivanlagenrecht zur Folge. Waren die Rechtsgrundlagen des Kollektivanlagengeschäfts zuvor im KAG geregelt, wurde diese Unität durch das Inkrafttreten des FIDLEG-/FINIG-Gesetzespakets durchbrochen, indem die Kollektivanlagenrechtsquellen nun auf mehrere Rechtsakte zerlegt waren.⁴⁷ Neben der Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen unter den Finanzdienstleistern war einer der Gründe für die inhaltliche

³⁹ Darüber hinaus erfolgten auch Anpassungen der Anforderungen an die Bewilligungsträger sowie Neuerungen in der Regelung der Verwahrung und des Vertriebs kollektiver Kapitalanlagen, vgl. Botschaft KAG 2012 (FN 26), 3651 ff.

⁴⁰ JUTZI ZVglRWiss (FN 26), 241. Davon ausgenommen sind Vermögensverwalter, die unter die de-minimis-Ausnahmen fallen, vgl. dazu unten, II.A.2.c. Für weitere Ausnahmen vgl. THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts, Bern 2014, N 949.

⁴¹ Der Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen stellt zumindest die Portfolioverwaltung und das Risikomanagement sicher (Art. 18a Abs. 1 KAG) und übernimmt allenfalls zusätzliche administrative Aufgaben (Art. 18a Abs. 2 und 3 KAG).

⁴² Art. 18b KAG.

⁴³ JUTZI ZVglRWiss (FN 26), 242; THOMAS JUTZI/CHRISTOPH FEUZ, MiFID II, AIFMD und UCITSD: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre, in: Jusletter 25. April 2016, 53.

⁴⁴ JUTZI ZVglRWiss (FN 26), 240 ff.; JUTZI/FEUZ (FN 43), 56. Für eine Gegenüberstellung einzelner AIFMD-Anforderungen mit der schweizerischen Rechtslage hinsichtlich Verhaltenspflichten, Vergütung, organisatorische Anforderungen, Interessenkonfliktmanagement, Risikomanagement und Transparenz vgl. THOMAS JUTZI/KSENIA WESS, Compliance-Anforderungen für Schweizer Asset Manager alternativer Investment Fonds, SZW 2018, 496 ff., 497.

⁴⁵ Das FINMAG, FinfraG, FIDLEG und FINIG bilden gemeinsam mit dem GwG die «Horizontalen» des schweizerischen Finanzmarktrechts. Daneben bleiben weiterhin bestimmte sektorenspezifische Regulierungen fortbestehen. Zu diesen zählen etwa das PfG (Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930 [SR 211.423.4]), das BankG, das VAG (Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004 [SR 961.01]) sowie das KAG. Zum KAG im Gefüge der neuen Finanzmarktarchitektur vgl. unten Abschnitt II.A.2.c.

⁴⁶ Vgl. zum Ganzen THOMAS JUTZI/KSENIA WESS/DAMIAN SIERADZKI, Die neue Finanzmarktarchitektur im europäischen Regulierungskontext, AJP 2020, 572 ff., 582 ff. m.w.H.

⁴⁷ Gleichzeitig bedeutet dies, dass nun alle Finanzdienstleister bestimmte Anforderungen beachten müssen, die zuvor nur auf kollektive Kapitalanlagen Anwendung fanden. Beispielsweise muss nun – ähnlich wie das im Kollektivanlagenbereich bereits bekannte Dokument mit den «Wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger» gem. Art. 76 aKAG – für *sämtliche* Finanzinstrumente, die Privatkunden angeboten werden, ein «Basisinformationsblatt» gem. Art. 58 FIDLEG abgegeben werden. Vgl. dazu unten, III.D.2.c.

(Teil-)Neugestaltung des Schweizer Finanzmarktrechts das Begehren, eine Annäherung an das internationale sowie im Besonderen an das europäische Recht sicherzustellen.^{48,49}

a. FINIG

[7] Das neue FINIG legt Bewilligungs- und Organisationsanforderungen für Finanzinstitute fest, zu welchen neu auch Fondsleitungen⁵⁰ und Verwalter von Kollektivvermögen (gemäss aKAG: Verwalter kollektiver Kapitalanlagen)⁵¹ zählen, die zuvor im aKAG reguliert wurden. Die entsprechenden aKAG-Bestimmungen der Bewilligungsträger wurden im Wesentlichen unverändert in das FINIG überführt. Neu ist, dass der Begriff des Verwalters von Kollektivvermögen nicht nur Verwalter kollektiver Kapitalanlagen, sondern auch solche von Einrichtungen der beruflichen Vorsorge umfasst.⁵²

[8] Im Sinne der neuen horizontalen Regulierungsstruktur muss ein Verwalter von Kollektivvermögen, sofern er nicht bereits in der Schweiz einer gleichwertigen staatlichen Aufsicht untersteht,⁵³ wie alle anderen in den Geltungsbereich des FINIG fallenden Finanzinstitute, den allgemeinen Bewilligungsvoraussetzungen des FINIG genügen.⁵⁴ Darüber hinaus sind spezifische Bewilligungsvoraussetzungen, namentlich die Vorschriften zu Mindestkapital, Sicherheiten und Eigenmittel einzuhalten.⁵⁵

[9] Bei Erteilung der Bewilligung als Verwalter von Kollektivvermögen sind *de-minimis*-Ausnahmen, wonach Verwalter von Kollektivvermögen, die kleinere Volumina verwalten, weniger strengen Bedingungen unterstellt sind, von Bedeutung. Die diesbezüglichen Voraussetzungen und Schwellenwerte wurden aus Art. 2 Abs. 2 lit. h aKAG übernommen.⁵⁶ Doch während das aKAG die unter die Schwellenwerte fallenden Vermögensverwalter gänzlich aus seinem Anwendungsbereich ausnahm und nur eine optionale Unterstellung vorsah,⁵⁷ verbleiben solche kleineren Vermögensverwalter kollektiver Vermögen weiterhin dem FINIG unterstellt, und zwar als Vermögensverwalter (individueller Vermögen) i.S. von Art. 17 ff. FINIG. Sie unterliegen allerdings weniger strengen aufsichtsrechtlichen Anforderungen und werden auch nicht direkt von der FINMA, sondern von einer Aufsichtsorganisation beaufsichtigt, der sie sich anschliessen

⁴⁸ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8930 ff.

⁴⁹ Zu weiteren Motiven hinter dem Paradigmenwechsel hin zur horizontalen Finanzmarktarchitektur vgl. JUTZI/WESS/SIERADZKI, (FN 46), 582 f. m.w.H.

⁵⁰ Art. 2 Abs. 1 lit. d FINIG.

⁵¹ Art. 2 Abs. 1 lit. c FINIG.

⁵² Art. 24 Abs. 1 lit. b FINIG.

⁵³ Art. 5 Abs. 3 FIDLEG.

⁵⁴ Art. 7 ff. FINIG i.V.m. Art. 9 ff. FINIV.

⁵⁵ Art. 28 f. FINIG i.V.m. Art. 37 ff. FINIV.

⁵⁶ Die verwalteten Vermögenswerte der kollektiven Kapitalanlagen, einschliesslich der durch Einsatz von Finanzinstrumenten mit Hebelwirkung erworbenen Vermögenswerte, betragen entweder insgesamt höchstens 100 Millionen Franken (Art. 24 Abs. 2 lit. a Ziff. 1 FINIG), oder die verwalteten Vermögenswerte der kollektiven Kapitalanlagen betragen insgesamt höchstens 500 Millionen Franken und enthalten keine Finanzinstrumente mit Hebelwirkung; die kollektiven Kapitalanlagen gewähren kein Anrecht auf Rückzahlung in den ersten fünf Jahren nach der Tätigkeit der ersten Anlage (Art. 24 Abs. 2 lit. a Ziff. 2 FINIG).

⁵⁷ Nach Art. 2 Abs. 2^{bis} aKAG durften die aus dem Anwendungsbereich des aKAG ausgenommenen Vermögensverwalter i.S. von Art. 2 Abs. 2 lit. h aKAG sich freiwillig dem aKAG unterstellen, sofern dies vom Land, in dem die kollektive Kapitalanlage aufgesetzt oder vertrieben wurde, gefordert wird.

haben.⁵⁸ Vergleichbar mit der Regelung von Art. 2 Abs. 2 aKAG können sie sich gleichwohl der strengeren Regulierung von Verwaltern kollektiver Vermögen unterstellen, sofern dies vom Staat, in dem die kollektive Kapitalanlage gebildet oder angeboten wird, verlangt wird.⁵⁹

[10] Wie auch im Rahmen des aKAG⁶⁰ muss der Verwalter von Kollektivvermögen die Portfolioverwaltung und das Risikomanagement für die ihm anvertrauten Vermögenswerte sicherstellen.⁶¹ Ausserdem dürfen Verwalter von Kollektivvermögen auch das Fondsgeschäft für ausländische kollektive Kapitalanlagen ausüben.⁶² Zusätzlich zu diesen Hauptaufgaben dürfen Vermögensverwalter von Kollektivvermögen die Annahme und Übermittlung von Aufträgen im Namen und für Rechnung von Kunden, die Finanzinstrumente zum Gegenstand haben, als Administrativtätigkeiten ausüben.⁶³

[11] Schliesslich stellen sowohl Fondsleitungen als auch Verwalter von Kollektivvermögen einen Teil der Bewilligungskaskade nach Art. 6 FINIG dar, sodass sie ohne eine weitere Bewilligung gewisse Aufgaben von Finanzinstituten mit einer «niedrigeren» Bewilligungsart übernehmen dürfen. Fondsleitungen können z.B. Tätigkeiten als Verwalter von Kollektivvermögen und als Vermögensverwalter (individueller Vermögen⁶⁴) wahrnehmen; auch dürfen Verwalter von Kollektivvermögen Aufgaben von Vermögensverwaltern (individueller Vermögen) ohne zusätzliche Bewilligung übernehmen. So dürfen Fondsleitungen und Verwalter von Kollektivvermögen zusätzlich zu ihrer Haupttätigkeit beispielsweise die Verwaltung von individuellen Portfolios sowie Anlageberatung, Portfolioanalyse und das Anbieten von Finanzinstrumenten übernehmen.⁶⁵

b. FIDLEG

[12] In den persönlichen Anwendungsbereich des FIDLEG fallen Ersteller und Anbieter von Finanzinstrumenten, Finanzdienstleister sowie Kundenberater.⁶⁶ Für Finanzdienstleister und Kundenberater legt das Gesetz einheitliche Verhaltenspflichten am Point of Sale fest. Der massgebliche Anknüpfungspunkt hierfür ist die Erbringung einer Finanzdienstleistung i.S. von Art. 3 lit. c FIDLEG. Für Anbieter von Finanzinstrumenten wurden einheitliche Anforderungen an die zu erstellende Produktdokumentation eingeführt.⁶⁷ Schliesslich stärkt das FIDLEG, indem es die Finanzdienstleister dazu verpflichtet, sich einer Ombudsstelle anzuschliessen, die private Rechtsdurchsetzung.⁶⁸

[13] Die Verabschiedung des FIDLEG hatte in mehreren Aspekten erhebliche Auswirkungen auf das schweizerische Kollektivanlagenrecht.

⁵⁸ Gleichwohl wird die Bewilligung durch die FINMA erteilt, Art. 7 Abs. 2 FINIG.

⁵⁹ Vgl. Art. 24 Abs. 3 FINIG.

⁶⁰ Vgl. Art. 18a aKAG.

⁶¹ Art. 26 Abs. 1 FINIG.

⁶² Art. 26 Abs. 2 FINIG.

⁶³ Art. 26 Abs. 3 FINIG i.V.m. Art. 39 Abs. 1 FINIV.

⁶⁴ Art. 17 ff. FINIG.

⁶⁵ Art. 19 Abs. 1 und 3 FINIG. Dabei sind die Vorgaben des FIDLEG zu beachten.

⁶⁶ Art. 2 FIDLEG.

⁶⁷ Art. 35 ff. FIDLEG.

⁶⁸ Art. 74 ff. FIDLEG.

[14] Zunächst hat das FIDLEG in Anlehnung an die MiFID II eine neue Kundensegmentierung eingeführt,⁶⁹ die im Wesentlichen auch für das neue KAG massgeblich ist.⁷⁰ Weiterhin wurden mit der Einführung von einheitlichen Prospektspflichten für sämtliche Effekten die kollektivanlagenrechtlichen Prospektspflichten des aKAG aufgehoben und ins FIDLEG übertragen.⁷¹ Besondere Bedeutung kommt zudem dem neuen Angebotsbegriff des FIDLEG zu,⁷² der den bisherigen Vertriebsbegriff des aKAG⁷³ ersetzt und zu einer Liberalisierung der «alten» Vertriebspraxis führt.⁷⁴ Schliesslich werden Vermögensverwalter von Kollektivvermögen sowie Fondsleitungen auch die Verhaltenspflichten des FIDLEG beachten müssen, sofern sie Finanzdienstleistungen erbringen, wozu sie – wie oben ausgeführt – im Rahmen der Bewilligungskaskade ohne eine weitere Bewilligung ermächtigt sind. Da auch das revKAG in seinem Art. 20 weiterhin Verhaltenspflichten enthält, wird nachfolgend das Zusammenspiel des FIDLEG mit dem revKAG etwas genauer betrachtet.⁷⁵

c. KAG

[15] Neben den neuen «Horizontalen» FIDLEG/FINIG verbleibt das revKAG weitehrhin als sektorenspezifisches Gesetz bestehen. Durch die Übertragung von Bewilligungsvorschriften für Fondsleitungen und Verwalter von Kollektivvermögen ins FINIG unterstehen gemäss Art. 2 Abs. 1 revKAG dem Geltungsbereich des revKAG nur noch kollektive Kapitalanlagen und Personen, die diese aufbewahren (lit. a), ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in der Schweiz angeboten werden (lit. b) und Personen, die in der Schweiz ausländische kollektive Kapitalanlagen vertreten (lit. f).

[16] Trotz der in der Lehre und den Materialien oft vorzufindenden Bezeichnung des revKAG als «produktspezifisches Gesetz»⁷⁶ verbleibt sein Anwendungsbereich nicht lediglich auf kollektive Kapitalanlagen als Produkte beschränkt. Zunächst erstreckt es sich auch auf die Depotbanken.⁷⁷ Darüber hinaus finden die Verhaltenspflichten von Art. 20 revKAG weiterhin auf Fondsleitungen und Verwalter von Kollektivvermögen Anwendung,⁷⁸ obwohl diese nicht explizit in Art. 2 Abs. 1 revKAG aufgeführt sind. Auch Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen unterstehen wie bisher dem KAG⁷⁹ und müssen ebenfalls dessen Verhaltenspflichten einhalten.⁸⁰ Im Übrigen unterliegen dem Anwendungsbereich des KAG auch kollektive Kapitalanlagen als Institute (SICAV, KmGK, SICAF), die neben der Produktgenehmigung i.S. von Art. 15 revKAG weiterhin

⁶⁹ Vgl. Art. 4 f. FIDLEG.

⁷⁰ Art. 10 revKAG. Zur neuen Kundensegmentierung vgl. Abschnitt III.B.

⁷¹ Art. 48 ff. FIDLEG. Zu den kollektivanlagenrechtlichen Prospektspflichten nach FIDLEG vgl. Abschnitt III.D.

⁷² Art. 3 lit. g FIDLEG.

⁷³ Art. 3 aKAG.

⁷⁴ Zum Vertrieb bzw. (neuen) Angebotsbegriff vgl. Abschnitt III.A.1.a.

⁷⁵ Vgl. Abschnitt III.C.1.

⁷⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8928; ANDREAS JOSURAN/VANESSA ISLER, Änderungen im Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen unter dem FIDLEG/FINIG, GesKR 2016, 205 ff., 205 f.; DANIEL PAJER/RAFFAEL SIMONE/ JEAN-CLAUDE SPILLMANN, Auswirkungen von FINIG und FIDLEG auf das Kollektivanlagenrecht, EF 2020, 25 – 30, 25; DANIEL ROTH, Gesetzgebungsprojekte: FIDLEG, FINIG und FinfraG, SZW 2014, 608 ff., 612.

⁷⁷ Art. 2 Abs. 1 lit. a revKAG.

⁷⁸ Vgl. den Wortlaut von Art. 20 Abs. 1 revKAG: «Personen, die kollektive Kapitalanlagen verwalten...».

⁷⁹ Art. 120 Abs. 2 lit. d revKAG.

⁸⁰ Art. 20 Abs. 1 revKAG.

einer Institutsbewilligung hinsichtlich Gründung und Organisation bedürfen.⁸¹ Schliesslich verbleibt auch die Aufsichtskompetenz neben dem FINMAG im revKAG geregelt.⁸²

B. EU-Rechtsrahmen

[17] Das europäische Kollektivanlagenrecht ist im Wesentlichen durch zwei komplementäre Regulierungen (UCITSD und AIFMD) geprägt,⁸³ die unterschiedliche Genesen aufweisen.

1. UCITSD

[18] Die erste UCITSD aus dem Jahr 1985⁸⁴ sollte den Austausch «der finanziellen Produkte, zu welchen die Beteiligungen an Investmentfonds gehören» auf Gemeinschaftsebene erleichtern.⁸⁵ Angestrebt war ein europäischer Fonds-Binnenmarkt.⁸⁶ Die UCITSD I stellte Minimalstandards für die Regulierung offener Investmentfonds auf, unter anderem in Bezug auf die Zulassung, die Aufsicht, den Aufbau und die Informationspflichten; zugleich führte sie für richtlinienkonforme Fonds einen Europäischen Pass ein.⁸⁷

[19] Im Folgenden wurde mit der UCITSD III⁸⁸ im Jahr 2001 der Anwendungsbereich der Richt-

⁸¹ Art. 13 Abs. 2 lit. b – d revKAG.

⁸² Art. 1 Abs. 1 lit. c und Art. 3 lit. b FINMAG i.V.m. Art. 132 Abs. 1 KAG.

⁸³ WILLIAM A. BIRDTHTISTLE/JOHN MORLEY, Introduction to the Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, in: William A. Birdthistle/John Morley (Hrsg.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, Cheltenham UK/Massachusetts USA 2018, 1 ff., 7; SUSAN EMMENEGGER/ANDREA BIGLER, Fortress Europe: Die Äquivalenzverfahren der EU im Bereich der Finanzdienstleistungen, SZW 2019, 155 ff., 164; NIAMH MOLONEY, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. A., Oxford 2014, 200.

⁸⁴ RL 85/611/EWG, ABl. L 275/3 vom 31. Dezember 1985 (nachfolgend: UCITSD I).

⁸⁵ Europäische Kommission, Weissbuch der Kommission an den Europäischen Rat, Vollendung des Binnenmarktes vom 14. Juni 1985, KOM (85) 310 endg.

⁸⁶ Die UCITSD I begründete den Startpunkt des Binnenmarkts im Bereich der Investmentfonds, vgl. ALESSANDRO BIZZOZERO/CHRISTOPHER ROBINSON, Cross-border Finanzgeschäfte aus der und in die Schweiz, Zürich 2011, 62; JUTZI AJP (FN 22), 7; JUTZI/FEUZ (FN 43), 10; ARMIN KÜHNE, Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2015, § 1 N 90 f.; MARKUS LUTTER/WALTER BAYER/JESSICA SCHMIDT, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 6. A., Berlin/Boston 2018, N 14.20; MOLONEY (FN 83), 203 f.

⁸⁷ JUTZI AJP (FN 22), 7.

⁸⁸ Die Bezeichnungen «UCITSD II» und «UCITSD III» werden im Schrifttum uneinheitlich verwendet. U.E. handelt es sich bei der UCITSD III um ein Paket aus zwei, die UCITSD I abändernden Richtlinien: RL 2001/107/EG (ABl. L 41/20 vom 13. Februar 2002) (sog. Management-Richtlinie) und RL 2001/108/EG (ABl. L 41/35 vom 13. Februar 2002) (sog. Produkt-Richtlinie); so auch MARKUS PFENNINGER/NICOLAS KELLER, Hedge Fund Regulierung in der Schweiz und der EU, in: Thomas U. Reutter, Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VI, Zürich 2011, 84 [FN 38]; ANDREAS BOHRER/MARTIN DIETRICH/CHRISTINE FORLIN et al., B. Aufsichtsbehörden, in: Hans-Ueli Vogt (Hrsg.), Finanzmarktrecht – Entwicklungen 2007, Bern 2008, 65; MARCEL LÖTSCHER, Die vermögende Privatperson als qualifizierter Anleger im Kollektivanlagenrecht, Diss. Triesen 2012, Marburg 2014 = RR 69, § 5 N 141; a.M. KÜHNE (FN 86), § 1 N 95, welcher der «UCITSD III» nur die sog. Management-Richtlinie, nicht aber die sog. Produkt-Richtlinie zuordnet. Andere Autoren bezeichnen die sog. Management-Richtlinie als «UCITSD II», so etwa SIMON SCHÄREN, Unterstellungsfragen im Rahmen der Genehmigungs- und Bewilligungspflicht gemäss Kollektivanlagengesetz unter rechtsvergleichender Berücksichtigung des Rechts der EG, Luxemburgs und Liechtensteins, Diss. Bern 2011 = SSFM 99, 303. Wiederum andere Autoren bezeichnen die RL 88/220/EG (ABl. L 100/31 vom 19. April 1988) als «UCITSD II», so etwa LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 38.4 (FN 86). Abermals andere Autoren sprechen bei der sog. Management-Richtlinie und der sog. Produkt-Richtlinie von «UCITSD II und III», ohne aber festzulegen, welche der beiden Richtlinien als «UCITSD II» und welche als «UCITSD III» gilt, so DIRK A. ZETZSCHE, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, Habil. Düsseldorf 2012, Tübingen 2015 = Jus Privatum 192, 365. Letztlich wird die sog. Management-Richtlinie und die sog. Produkt-Richtlinie vereinzelt als «UCITSD II» bezeichnet, so etwa STEFAN J. GEIBEL, in: Peter Derleder, Kai-Oliver Knops, Heinz Georg Bamberger (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 2, 3. Aufl., Berlin 2016, § 58, N 4. Dabei handelt es sich u.E. jedoch um eine verfehlte Zuordnung. Die eigentliche «UCITSD II» besteht vielmehr aus zwei

linien ausgeweitet und ein Europäischer Pass für Fondsleitungen und deren Zweigniederlassungen eingeführt.⁸⁹ Im Jahr 2009 wurden die vorherigen Richtlinien unter der UCITSD IV, welche die bisher erste und einzige komplette Neufassung der UCITSD I (1985) darstellt, sowie den implementierenden Massnahmen zusammengefasst. Zu den Kernelementen der Regulierung gehört – neben den Bestimmungen zu Zulassung, Aufsicht, Struktur und Geschäftstätigkeit der Fonds – insbesondere der Europäische Pass für Verwaltungsgesellschaften, die Schaffung eines speziellen Verschmelzungsverfahrens, die Ermöglichung von Master-Feeder-Strukturen sowie die Einführung des KIID (Key Investor Information Document).⁹⁰ Die UCITSD IV (nachfolgend: UCITSD) bezweckt lediglich eine Mindestharmonisierung, sodass die Mitgliedstaaten im Regelungsbereich der Richtlinie auch strengere Vorschriften vorsehen dürfen, sofern sie allgemein gelten und nicht der Richtlinie widersprechen.⁹¹ Im Jahr 2014 wurde die UCITSD als Reaktion auf die Finanzmarktkrise 2007/2008 durch die UCITSD V⁹² abgeändert; diese beinhaltet neue Regelungen zu Verwahrstellen sowie strengere Sanktionsmöglichkeiten und gleicht die Vergütungsgrundsätze an diejenigen der AIFMD an.

[20] Was UCITS bzw. OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere) sind, wird in der UCITSD definiert.⁹³ Verkürzt formuliert handelt es sich dabei um offene kollektive Anlagen,⁹⁴ die Geld beim Publikum beschaffen, um ihre Anteile in Wertpapiere oder andere liquide Finanzinstrumente gemäss Art. 50 Abs. 1 UCITSD zu investieren.⁹⁵ Von der Regulierungsstruktur her wird die UCITSD – im Gegensatz zur AIFMD – vorwiegend als Produktregulierung verstanden.⁹⁶ Damit wird zum Ausdruck gebracht, dass sich die UCITSD überwiegend auf die Architektur des Anlageprodukts – dem UCITS – fokussiert. Bei UCITS handelt es sich um eine sog. «Opt-in-Lösung»:⁹⁷ Sofern eine kollektive Kapitalanlage eine offene Struktur aufweist und in die durch die UCITSD vorgeschriebenen Instrumente investiert, unterliegt sie dem UCITSD-Anwendungsbereich. Alle anderen kollektiven Kapitalanlagen unterstehen hingegen als

Änderungsvorschlägen, welche die Kommission dem Rat unterbreitete und die auf eine Ergänzung der «UCITSD I» abzielten. Sie hatten unter anderem Liberalisierungen im Hinblick auf die Zulassung von Geldmarktfonds und Dachfonds sowie den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten zum Inhalt. Diese blieben jedoch erfolglos, da keine politische Einigung erzielt werden konnte; die «UCITSD II» trat somit nie in Kraft. Vielmehr wurden die damit angestrebten Änderungen direkt in das «UCITSD III» Paket überführt, so auch ALEXANDER EICHHORN, Kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anlegerinnen und Anleger nach dem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG), Diss. St. Gallen 2014 = SGFM 11, 10; LÖTSCHER § 21 N 628 (FN 922); MOLONEY (FN 83), 206; SANDRA BÜRLI-BORNER, Anlegerschutz bei kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz, Diss. Zürich 2003 = SSBR 70, 77; BSK KAG-WEBER, Art. 75 N 6, in: René Bösch/François Rayroux/Christoph Winzeler/Eric Stupp (Hrsg.), Kollektivanlagengesetz, Basler Kommentar, 2. A., Basel 2016 (zit.: BSK KAG-BEARBEITER, Art. x N y); Botschaft KAG 2005 (FN 26), 6403.

⁸⁹ Vgl. JUTZI AJP (FN 22), 11.

⁹⁰ Überblick bei LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 86), N 38.5; MOLONEY (FN 83), 208 f.

⁹¹ Art. 1 Abs. 1 UCITSD.

⁹² RL 2014/91/EU, ABL L 257/186 vom 28. August 2014.

⁹³ Vgl. Art. 1 Abs. 2 UCITSD.

⁹⁴ Bei offenen kollektiven Kapitalanlagen können deren Anteile auf Verlangen der Anleger unmittelbar oder mittelbar zu Lasten des Fondsvermögens zum Nettoinventarwert zurückgenommen oder ausbezahlt werden, vgl. Art. 1 Abs. 2 lit. a UCITSD.

⁹⁵ Art. 1 Abs. 2 lit. b UCITSD.

⁹⁶ JUTZI/FEUZ (FN 43), 11; JUTZI/WESS (FN 44), 497; KLEBECK (FN 28), 86 f.; MOLONEY (FN 83), 197.

⁹⁷ MOLONEY (FN 83), 197.

AIF (Alternative Investment Funds) der AIFMD⁹⁸, die im Gegensatz zur UCITSD (und ihrer produktbezogenen Regulierung) eine Verwalterregulierung darstellt.

2. AIFMD

[21] Wie bei der UCITSD V handelt es sich auch bei der AIFMD um eine Reaktion auf die Finanzkrise 2007/2008.⁹⁹ Unternehmen, die Finanzgeschäfte mit Auswirkungen auf das Gesamtsystem betrieben, sollten einer geeigneten Regulierung unterworfen werden, selbst wenn sie sich nicht dem Publikumsgeschäft widmeten.¹⁰⁰ Das Ziel der neuen Regulierung bestand in der Erfassung von Fonds, die nicht in Wertpapiere, sondern in alternative Anlagen investierten, wobei man vor allem an Hedge Funds und Private Equity Funds dachte, da diese Fonds vom europäischen Gesetzgeber als massgebliche Treiber der Finanzkrise 2008 identifiziert wurden.¹⁰¹ Bis dahin wurden sie weder von dem seit den 1980er Jahren bestehenden UCITSD-Regime noch von der MiFID I¹⁰² erfasst.¹⁰³

[22] Die AIFMD bildet einen harmonisierten Aufsichtsrahmen und gleichzeitig einen Binnenmarkt für die Tätigkeit sämtlicher Manager alternativer Investmentfonds, einschliesslich solcher aus Drittstaaten. Das primäre Ziel der Richtlinie ist der Schutz vor systemischen Risiken, die von der Verwaltung alternativer Investmentfonds ausgehen können,¹⁰⁴ sowie der Schutz professioneller Anleger. Deshalb knüpft die AIFMD nicht am Produkt der Anlage, d.h. dem AIF, sondern an dessen Manager, dem AIFM (Alternative Investment Fund Manager) an.^{105,106} Infolgedessen stehen Vorgaben in Bezug auf die Zulassung, die organisatorischen Anforderungen (insbesondere Risiko- und Liquiditätsmanagement, Interessenkonfliktmanagement, Vergütungssysteme), die Geschäftstätigkeit (unter anderem durch Verhaltenspflichten) und die Transparenz- sowie die

⁹⁸ Ein AIF kennzeichnet sich im Wesentlichen durch die fehlende Unterstellung unter die UCITSD, vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFMD; JUTZI/WESS (FN 44), 497.

⁹⁹ HK Investmentrecht-PATZNER/SCHNEIDER-DETERS, Vor § 1 N 3, in Andreas Patzner/Achim Döser/Ludger J. Kempf (Hrsg.), Investmentrecht, Handkommentar, 2. A., Baden-Baden 2015. (zit.: HK Investmentrecht-BEARBEITER/IN, § X N Y), AIFMD-TOLLMANN, Einl. N 16, in Frank Dornseifer/Thomas Jesch/Ulf Klebeck/Claus Tollmann (Hrsg.), AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, Kommentar, München 2013 (zit.: AIFMD-BEARBEITER/IN, Art. X N Y).

¹⁰⁰ Report of The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Brüssel, 25. Februar 2009 (zit.: de Larosière-Bericht), N 85; JUTZI/FEUZ (FN 43), 11; AIFMD-TOLLMANN (FN 99), Einl. N 16.

¹⁰¹ Vgl. de Larosière-Bericht (FN 100), N 86. Zur Entstehungsgeschichte der AIFMD vgl. SARA TANCREDI, Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA, Frankfurt 2016 (= Diss. Göttingen 2015), 2 ff. Zur Debatte in Bezug auf die Rolle von AIFs bei der Finanzkrise und zu deren systemischer Relevanz vgl. WILHELMI/BASSLER, in: Dirk Zetzsche (FN 28) Kapitel 2, 24 ff. resp. 32 ff.; TANCREDI, 6 ff.

¹⁰² RL 2004/39/EG, ABl. L 145/1 vom 30. April 2004.

¹⁰³ Ausführlich zur regulatorischen Lücke vgl. TANCREDI (FN 101), 15 ff. Doch auch vor der Finanzkrise war die AIF-Branche nicht gänzlich unreguliert: vielmehr waren viele Verwalter alternativer Investmentfonds unter MiFID I für Vermögensverwaltung und/oder Anlageberatung zugelassen, während das Angebot von Fondsanteilen, die als Wertpapiere zu qualifizieren waren, im Anwendungsbereich der Prospekt-RL lag. Darüber hinaus unterlagen viele Manager von Hedge Funds in der EU der Registrierung und Regulierung in etwa mittels Informationspflichten auf nationaler Ebene, vgl. de Larosière-Bericht (FN 100), N 85; ZETZSCHE, in: Dirk Zetzsche (FN 28), Kapitel 1, 1 f. m.w.H.

¹⁰⁴ Erw. 2 – 4, 17 AIFMD.

¹⁰⁵ Zum Ganzen vgl. JUTZI/WESS (FN 44), 497.

¹⁰⁶ Dieser Weg wurde auch deshalb gewählt, weil viele kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen ausserhalb der EU domiziliert sind und eine entsprechende Produktregulierung ins Leere gelaufen wäre; eine umfassende Produktharmonisierung wäre zudem wegen der Heterogenität alternativer Anlagen nicht zielführend gewesen, vgl. JUTZI/FEUZ (FN 43), N 8; LUKAS LEZZI, Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen, Diss. Zürich 2012 = SSFM 104, Zürich/Basel/Genf 2012, 185.

Berichtspflichten der AIFM im Fokus der AIFMD. Die Regulierung der AIF als Anlageprodukte bleibt demgegenüber im Ermessen der Mitgliedstaaten.

3. MiFID II

[23] Sowohl die AIFMD als auch die UCITSD fokussieren sich auf die kollektive Vermögensverwaltung. Die individuelle (diskretionäre) Vermögensverwaltung fällt allerdings in den sachlichen Anwendungsbereich der MiFID II, sofern sie sich auf Finanzinstrumente i.S.v. Anhang I MiFID II bezieht.¹⁰⁷ Infolgedessen gilt die MiFID II nicht für «Organismen für gemeinsame Anlagen und Pensionsfonds, unabhängig davon, ob sie auf der Ebene der Union koordiniert werden, sowie die Verwahrer und Verwalter solcher Organismen».¹⁰⁸ Auch dürfen AIFM grundsätzlich nur die im Anhang I AIFMD aufgeführten Tätigkeiten ausüben, namentlich kollektive Portfolioverwaltung und Risikomanagement, administrative Tätigkeiten und Vertrieb; eine UCITS-Verwaltungsgesellschaft darf ebenfalls grundsätzlich nur die UCITS-Verwaltung betreiben.¹⁰⁹

[24] Gleichwohl steht es im Ermessen der Mitgliedstaaten, UCITS-Verwaltungsgesellschaften und AIFM zu gestatten, bestimmte Wertpapierdienstleistungen (i.S. der MiFID II) auszuüben. Für UCITS-Verwaltungsgesellschaften handelt es sich um die individuelle Verwaltung einzelner Portfolios sowie – als Nebendienstleistung – die Anlageberatung.¹¹⁰ (Externe) AIFM dürften ebenfalls die individuelle Vermögensverwaltung sowie – als Nebendienstleistung – die Anlageberatung und das Execution-only-Geschäft betreiben.¹¹¹ Externe AIFM dürfen ihre individuellen Wertpapierleistungen (im EU-Binnenraum) grenzüberschreitend mittels eines EU-Passes erbringen.¹¹² Solche Dienstleistungen dürfen ausschliesslich *zusätzlich* zur Haupttätigkeit der (kollektiven) Vermögensverwaltung erbracht werden¹¹³ und bedürfen einer weiteren Zulassung, sodass die betroffenen Unternehmen der MiFID II indirekt unterstellt werden.¹¹⁴ Dies hat zur Folge, dass sie gewisse MiFID II-Pflichten einhalten müssen, namentlich die Anforderungen an die Anfangskapitalausstattung,¹¹⁵ an die Organisation (z.B. die Sicherstellung eines Produktgenehmigungsverfahrens und Aufzeichnungspflichten)¹¹⁶ sowie die spezifischen Verhaltensregeln.¹¹⁷

¹⁰⁷ Vgl. JUTZI/FEUZ (FN 43), N 13 m.w.H.

¹⁰⁸ Art. 2 Abs. 1 lit. i MiFID II.

¹⁰⁹ Vgl. Art. 6 Abs. 2 UCITSD.

¹¹⁰ Vgl. Art. 6 Abs. 3 lit. a und b (i) UCITSD. Zusätzlich können die Mitgliedstaaten den UCITS-Verwaltungsgesellschaften die Verwahrung und technische Verwaltung in Bezug auf die Anteile von Organismen für gemeinsame Anlagen gestatten, Art. 6 Abs. 3 lit. b (ii) UCITSD.

¹¹¹ Art. 6 Abs. 4 lit. a und b (i) und (iii) AIFMD. Ein externer Verwalter darf zudem vorbehaltlich einer Genehmigung zusätzlich die Verwaltung von UCITS übernehmen, was nicht im Ermessen der Mitgliedstaaten steht (Art. 6 Abs. 2 AIFMD). Weiterhin dürfte ein externer AIFM die Verwahrung und Verwaltung im Zusammenhang mit Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen übernehmen, Art. 6 Abs. 4 lit. b (ii) AIFMD.

¹¹² Art. 92 Abs. 2 lit. b MiFID II.

¹¹³ Vgl. Art. 6 Abs. 4 lit. a AIFMD; Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 2 UCITSD.

¹¹⁴ JUTZI/FEUZ (FN 43), N 14 m.w.H.

¹¹⁵ Art. 6 Abs. 4 UCITSD i.V.m. Art. 15 MiFID II; Art. 6 Abs. 6 AIFMD i.V.m. Art. 15 MiFID II.

¹¹⁶ Art. 6 Abs. 4 UCITSD i.V.m. Art. 16 MiFID II; Art. 6 Abs. 6 AIFMD i.V.m. Art. 16 MiFID II.

¹¹⁷ Art. 6 Abs. 4 UCITSD i.V.m. Art. 24 MiFID II; Art. 6 Abs. 6 AIFMD i.V.m. Art. 24 MiFID II.

C. Vergleich

[25] Im Ergebnis können sowohl strukturelle Unterschiede als auch Gemeinsamkeiten des schweizerischen und des europäischen Kollektivanlagenrechts verzeichnet werden. Die einzelnen Differenzen und Ähnlichkeiten sind teilweise der neuen schweizerischen Finanzmarktarchitektur, den unterschiedlichen Genesen der einzelnen kollektivanlagenrechtlichen Regulierungen und nicht zuletzt den geteilten Gesetzgebungskompetenzen innerhalb der EU geschuldet.

[26] Das (kollektive) europäische Investmentrecht besteht primär aus zwei einzelnen, sich ergänzenden Regulierungen,¹¹⁸ wobei der Rechtsrahmen im Wesentlichen in eine Produkt- (UCITSD) und eine Verwalterregulierung (AIFMD) geteilt werden kann. Für diese Zweiteilung bestehen verschiedene Gründe. Insbesondere ergibt sich das zeitliche Auseinanderfallen beider Regelwerke aus dem Umstand, dass den Richtlinien jeweils unterschiedliche rechts- und strukturpolitische Erlassmotive zu Grunde lagen.¹¹⁹ Hingegen war das gesamte schweizerische Kollektivanlagenrecht bis 2020 – trotz der inhaltlichen Anlehnung an das EU-Recht – sektorenspezifisch in einem Regelwerk, dem KAG vereint, das von nun an vom FIDLEG und FINIG umrahmt wird: Die neue Finanzmarktarchitektur erfasst separat den institutionellen Teil einschliesslich der organisatorischen Anforderungen (FINIG) und die Verhaltenspflichten am Point of Sale (FIDLEG). Neu gelten nämlich Fondsleitungen und Verwalter von Kollektivvermögen als Finanzinstitute und unterliegen zusammen mit anderen Instituten einer einheitlichen regulatorischen Erfassung durch das FINIG. Hingegen werden die Verhaltenspflichten am Point of Sale sowohl nach MiFID II als auch nach FIDLEG erst relevant, wenn Wertpapierdienstleistungen bzw. Finanzdienstleistungen im Sinne der zuvor genannten Regulierungen von kollektivanlagenrechtlichen Bewilligungsträgern erbracht werden.

[27] Sofern vom KAG als produktspezifischem Gesetz gesprochen wird, ist dies primär der Tatsache geschuldet, dass die kollektivanlagenrechtliche Produkteregulierung im KAG verblieben ist und das KAG kollektive Kapitalanlagen institutionell erfasst. Ausserdem werden Verwalter von Kollektivvermögen sowie Fondsleitungen teilweise bestimmten KAG-Regelungen unterworfen. Dennoch finden sich bestimmte kollektivanlagenrechtliche produktspezifische Vorgaben (i.e. Prospekt für kollektive Kapitalanlagen) rechtstechnisch etwas unsauber neu im FIDLEG, da dieses nun sämtliche Prospektspflichten für Effekten erfasst. Hingegen ist die ausschliessliche Verwalterregulierung der AIFMD auf die Tatsache zurückzuführen, dass die Produkteregulierung (von AIF) auf der europäischen Ebene den Mitgliedstaaten überlassen wurde, ohne hierfür bestimmte Regulierungstechniken vorzugeben. Das heisst, auf mitgliedstaatlicher Ebene sind auch rein produktspezifische Gesetze denkbar.

[28] Nachfolgend werden einzelne Aspekte des Kollektivanlagenrechts, die infolge des FIDLEG-/FINIG-Reformpakets Änderungen erfahren haben, untersucht und im Kontext der europäischen Regelungen betrachtet. Im Zentrum stehen dabei der Vertrieb, die Kundensegmentierung, die Verhaltenspflichten sowie Vorgaben zur Publizität (Prospektspflichten).

¹¹⁸ Vgl. oben, II.B.1. und II.B.2.

¹¹⁹ Deshalb wird gelegentlich darauf hingewiesen, dass die europäischen Kollektivanlagenrechtsakte keine kohärente Branchengesetzgebung seien, sondern vielmehr einem «situativen» und «eklektischen» Normsetzungskonzept folgen würden, vgl. C.H. Beck KAGB-Kommentar-EMDE, Einl. N 18, in: Thomas Emde/Frank Dornseifer/Alexandra Dreibus (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar, München 2019 (zit.: C.H. Beck KAGB-Kommentar-BEARBEITER).

III. Ausgewählte kollektivanlagenrechtliche Regulierungsaspekte

A. Vertrieb

1. Schweiz

a. Vom Vertrieb zum Anbieten

[29] Als Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen im Sinne des KAG galt bis Ende 2019 jedes Anbieten und jedes Werben für kollektive Kapitalanlagen, das sich nicht ausschliesslich an qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3 lit. a aKAG (beaufsichtigte Finanzintermediäre) und Art. 10 Abs. 3 lit. b aKAG (beaufsichtigte Versicherungsunternehmen) richtete.¹²⁰ Der Vertriebsbegriff diente als Unterstellungskriterium für Vertriebsträger¹²¹ und ausländische kollektive Kapitalanlagen^{122, 123} Während der Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen früher sektorenspezifisch im KAG geregelt war, wurde der Vertriebsbegriff mit Inkrafttreten des FIDLEG durch den sektorenübergreifenden Angebotsbegriff ersetzt und im KAG aufgehoben.¹²⁴

[30] Als Angebot gilt gemäss Art. 3 lit. g FIDLEG jede Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument enthält.¹²⁵ Dadurch soll die frühere obligationenrechtliche Praxis zu den Art. 652a und Art. 1156 aOR fortgeführt werden.¹²⁶ Damit ein Angebot vorliegt, muss es vom Anleger nach Treu und Glauben als solches verstanden werden, d.h., es muss insbesondere die wesentlichen Vertragsbedingungen enthalten und konkret genug sein, damit es nach entsprechendem Akzept des Anlegers zum Erwerb der Effekte führt oder (als eine Einladung zur Offertenstellung) den Anleger zu einer Offerte verleitet, die ihrerseits durch den Offerenten nur abgelehnt oder akzeptiert zu werden braucht. Daher wird eine allgemein gehaltene Werbung in der Regel mangels konkreter Angaben zum Finanzinstrument nicht als Angebot gelten.^{127, 128}

[31] Die Aufhebung des Vertriebsbegriffs führte im revKAG zu mehreren Anpassungen: Neben der Streichung von den Vertriebsstatbeständen nach Art. 3 aKAG entfiel gleichzeitig die Notwen-

¹²⁰ Art. 3 Abs. 1 aKAG. Das Anbieten oder Werben für kollektive Kapitalanlagen umfasst jegliche Art von Tätigkeit, die den Erwerb von Anteilen kollektiver Kapitalanlagen durch einen Anleger bezweckt (Art. 3 Abs. 1 KKV). Darüber hinaus gelten die in Art. 3 Abs. 2 KAG geregelten Ausnahmen vom Vertrieb, vgl. dazu JUTZI/SCHÄREN (FN 40), N 1042 ff.

¹²¹ Art. 2 Abs. 1 lit. a, d und e; Art. 13 Abs. 1 und Art. 19 Abs. 1^{bis} aKAG.

¹²² Art. 2 Abs. 1 lit. b; Art. 15 Abs. 1 lit. e und Art. 120 Abs. 1 bzw. 4 aKAG.

¹²³ Für die weiteren Funktionen des Vertriebsbegriffs vgl. BSK KAG-BÖSCH (FN 88), Art. 3 N 3; SANDRO ABEGGLEN/YANNICK WETTSTEIN, Zum Anbieten kollektiver Kapitalanlagen unter dem FIDLEG – und ausgewählte Aspekte der dabei einzuhaltenden Verhaltenspflichten, SZW 2018, 131 ff., 131.

¹²⁴ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 9008; ABEGGLEN/WETTSTEIN (FN 123), 133; DIANA IMBACH/FRANCOIS RAYROUX, Funds Distribution under FinSA/FinIA: A change of paradigm, CapLaw 2018, 47; JOSURAN/ISLER (FN 76), 208 f.

¹²⁵ Darunter fällt eine Kommunikation jeglicher Art, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument enthält (Art. 3 Abs. 5 lit. a FIDLEV) und üblicherweise darauf abzielt, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und dieses zu veräussern (Art. 3 Abs. 5 lit. b FIDLEV).

¹²⁶ EFD, Erläuterungen zu Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationsverordnung (AOV) vom 6. November 2019 (zit.: EFD, Erläuterungen vom 6. November 2019), 20.

¹²⁷ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8948; EFD, Erläuterungen vom 6. November 2019 (FN 126), 20 f.

¹²⁸ Das FIDLEG stellt relativ geringe Anforderungen an eine Werbung: Erkennbarkeit, Hinweise auf Basisinformati- onsblatt und Prospekt sowie ihre Bezugsstellen und schliesslich die Übereinstimmung der Angaben in der Werbung mit denjenigen im Prospekt und Basisinformati onsblatt, vgl. Art. 68 FIDLEG. Zum Begriff der Werbung vgl. Art. 95 FIDLEV.

digkeit zur Einholung der Vertriebsträgerbewilligung¹²⁹ (einschliesslich der mit einer Vertriebstätigkeit verbundenen Verhaltens-¹³⁰ und Organisationspflichten¹³¹). Das *Angebot* von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen an *nicht* qualifizierte Anleger in der Schweiz bedarf einer vorgängigen Genehmigung von der FINMA,¹³² wofür insbesondere ein Vertreter und eine Zahlstelle zu bezeichnen sind.¹³³ Ausländische kollektive Kapitalanlagen, die an qualifizierte Anleger i.S. von Art. 5 Abs. 1 FIDLEG (vermögende Privatkunden) angeboten werden, bedürfen hingegen keiner Genehmigung seitens der FINMA.¹³⁴

[32] Auch wenn der Angebotsbegriff des FIDLEG den bisherigen Vertriebsbegriff des aKAG ersetzt, ist seine kollektivanlagenrechtliche Tragweite teilweise unklar. Der «alte» Vertriebsbegriff von Art. 3 Abs. 1 aKAG erfasste neben dem Angebot auch Werbung für kollektive Kapitalanlagen. Hingegen führt die Übernahme der obligationenrechtlichen Praxis durch Art. 3 lit. g FIDLEG zur Ausklammerung der Werbeaktivitäten vom Angebotsbegriff. Dies würde insbesondere zur Folge haben, dass Werbung für ausländische kollektive Kapitalanlagen in der Schweiz keine Genehmigungspflicht auslösen würde (Art. 120 Abs. 1 KAG).¹³⁵ Gemäss EFD soll jedoch der Angebotsbegriff unter anderem auch Konstellationen erfassen, «wo Finanzinstrumente an einem Markt zur Verfügung gestellt werden, ohne dass es bereits zu einem formal vertragsrechtlichen Angebot gekommen sein muss»,¹³⁶ sodass unter Umständen auch Werbung vom Angebotsbegriff erfasst wird. Für Rechtssicherheit konkret in Bezug auf Werbung für ausländische kollektive Kapitalanlagen sorgt nun Art. 127a KKV, wonach das Werben für ausländische kollektive Kapitalanlagen Pflichten nach Art. 120 Abs. 1 und Abs. 4 revKAG auslöst.

b. Anbieten vs. Finanzdienstleistung

[33] In Bezug auf die Anwendung der Verhaltenspflichten nach FIDLEG ist der Angebotsbegriff von demjenigen einer Finanzdienstleistung abzugrenzen. Der Adressatenkreis der FIDLEG-Verhaltensregeln orientiert sich am gewerbmässigen Erbringen von Finanzdienstleistungen durch Finanzdienstleister,¹³⁷ wohingegen das Vorliegen eines öffentlichen Angebots¹³⁸ keine Ver-

¹²⁹ Art. 13 Abs. 2 lit. g aKAG. Die Bewilligung für Vertriebsträger hatte im Unterschied zu den übrigen Bewilligungsträgern keine laufende Aufsicht durch die Aufsichtsbehörde zur Folge. Eine Bewilligungspflicht ohne laufende Aufsicht führte bei den Kunden zu Missverständnissen und schuf ein möglicherweise nicht gerechtfertigtes Vertrauen in die Überwachung der Tätigkeit der Bewilligungspflichtigen, vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 9050. Da Vertriebsträger kollektiver Kapitalanlagen nun – wie alle anderen Finanzdienstleister – die neuen Verhaltensregeln gemäss FIDLEG zu befolgen haben, erscheint eine Aufhebung der Vertriebsträgerbewilligung als gerechtfertigt.

¹³⁰ Art. 14 aKAG.

¹³¹ Art. 20 aKAG.

¹³² Art. 120 Abs. 1 revKAG. Auch das Werben für ausländische kollektive Kapitalanlagen löst die Pflichten nach Art. 120 Abs. 1 und 4 revKAG aus (vgl. Art. 127a revKKV).

¹³³ Art. 120 Abs. 2 lit. d revKAG. Eine ausländische kollektive Kapitalanlage, die nicht qualifizierten Anlegern angeboten wird, muss ihre Dokumente (Kollektivanlagevertrag, Statuten, Gesellschaftsvertrag, Anlagereglement) von der FINMA genehmigen lassen (Art. 15 Abs. 1 lit. e revKAG).

¹³⁴ Art. 120 Abs. 4 revKAG.

¹³⁵ Kritisch dazu auch ABEGGLEN/WETTSTEIN (FN 123), 133 (FN 16).

¹³⁶ EFD, Erläuterungen vom 6. November 2019 (FN 126), 22.

¹³⁷ Art. 7 Abs. 1 FIDLEG.

¹³⁸ Bei einem öffentlichen Angebot handelt es sich gemäss Art. 3 lit. h FIDLEG um ein an das Publikum gerichtetes Angebot. Die Ausrichtung an das Publikum impliziert, dass es sich um einen unbestimmten Personenkreis handelt, vgl. Art. 3 Abs. 7 FIDLEG. Vgl. zur Abgrenzung des öffentlichen vom nicht öffentlichen Angebot

haltungspflichten, sondern Prospektspflichten auslöst.¹³⁹ Bedauerlicherweise hat es der Gesetzgeber versäumt, die bestehende Verflechtung zwischen dem Angebotsbegriff, dem Finanzdienstleistungsbegriff und der damit zusammenhängenden Geltung der Verhaltenspflichten positivrechtlich aufzuzeigen.¹⁴⁰

[34] Das Begriffsverständnis des Angebots führt zu besonderen Abgrenzungsschwierigkeiten in Bezug auf die Finanzdienstleistungen der Anlageberatung¹⁴¹ sowie des Erwerbs oder der Veräusserung von Finanzinstrumenten.¹⁴² Kein Angebot wird weiterhin in Fällen von Reverse Solicitation sowie bei Zurverfügungstellung von Informationen zu rein informatorischen Zwecken i.S. von Art. 3 Abs. 6 lit. b–d FIDLEV vorliegen.¹⁴³ Denn nach Art. 3 Abs. 5 lit. b FIDLEV soll ein Angebot üblicherweise darauf abzielen, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und dieses zu veräussern.

[35] Anlageberatung wird gesetzlich umschrieben als «die Erteilung von persönlichen Empfehlungen, die sich auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen».¹⁴⁴ Die Abgabe solch *persönlicher* Empfehlungen würde jedoch – auch wenn sie «ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument»¹⁴⁵ enthalten würde – das Vorliegen einer Öffentlichkeit begriffsmässig ausschliessen. M.a.W. könnte im Einzelfall im Rahmen der Anlageberatung gleichzeitig ein Angebot gemacht worden sein, das jedoch – mangels Öffentlichkeit – keine Prospektspflichten auslösen würde.

[36] Als Erwerb oder Veräusserung von Finanzinstrumenten wird «jede direkt an bestimmte Kundinnen und Kunden gerichtete Tätigkeit, die spezifisch auf den Erwerb oder die Veräusserung eines Finanzinstruments abzielt» definiert.¹⁴⁶ Auch hier dürfte die «Bestimmtheit» des Adressatenkreises für die Abgrenzung von einem *öffentlichen* Angebot massgeblich sein. Gemäss EFD soll es sich dabei insbesondere um Tätigkeiten gegenüber «einer bestimmten Kundschaft» im Vorfeld des förmlichen Erwerbs oder der Veräusserung von Finanzinstrumenten handeln, die erkennbar und spezifisch auf den Erwerb oder den Verkauf eines Finanzinstruments ausgerichtet sind, bei denen jedoch noch keine transaktionsbezogene Beratung vorliegt. Als Beispiel hierfür wird die Vermarktung von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen durch in der Schweiz auftretende Vertriebsvertreter an sog. Road-Shows genannt.¹⁴⁷

[37] Im Ergebnis wird im Einzelfall zu beurteilen sein, ob ein Angebot oder eine Finanzdienstleistung vorliegt, wobei beide Tatbestände gleichzeitig erfüllt sein können.

TILL SPILLMANN/ANDREA GIGER, Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz. Prospektpflicht, Prospektinhalt und Prospektprüfung gemäss dem neuen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 2/2019, 182 ff., 186 ff.

¹³⁹ Art. 35 ff. FIDLEG. Ein Angebot an Privatkunden löst zudem die Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts aus (Art. 58 FIDLEG). Im Rahmen des KAG kann ein Angebot von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen zudem spezialgesetzliche Pflichten in Abhängigkeit von der Kundenkategorie auslösen (Art. 120 KAG).

¹⁴⁰ Ähnlich ABEGGLEN/WETTSTEIN (FN 123), 132 f., 136; vgl. dazu auch JUTZI/WESS (FN 44), 496 ff.

¹⁴¹ Art. 3 lit. c Ziff. 4 FIDLEG.

¹⁴² Art. 3 lit. c Ziff. 1 FIDLEG.

¹⁴³ Dabei darf der Reverse Solicitation keine Werbung vorausgegangen sein. Im Übrigen handelt es sich hierbei insbesondere um die namentliche Nennung von Finanzinstrumenten ohne oder in Verbindung mit faktischen, allgemeinen Informationen sowie um die Zurverfügungstellung von faktischen oder den gesetzlich geforderten Informationen, vgl. den Negativkatalog in Art. 3 Abs. 6 FIDLEV.

¹⁴⁴ Art. 3 lit. c Ziff. 4 FIDLEG.

¹⁴⁵ Art. 3 Abs. 5 lit. a FIDLEV.

¹⁴⁶ Art. 3 Abs. 2 FIDLEV.

¹⁴⁷ Vgl. EFD, Erläuterungen vom 6. November 2019 (FN 126), 19.

2. EU

[38] Im (individuellen und kollektiven) Vermögensverwaltungsrecht der EU wird der Vertriebsbegriff sowohl von der MiFID II als auch von der UCITSD verwendet, allerdings nicht definiert.

a. Vertrieb gemäss UCITSD

[39] Gemäss der UCITSD ist der Vertrieb als eine jener Aufgaben zu qualifizieren, die in die gemeinsame Portfolioverwaltung einbezogen ist.¹⁴⁸ Da die UCITSD bei der Bestimmung eines UCITS an «beim Publikum beschaffte Gelder» anknüpft,¹⁴⁹ muss der Vertrieb i.S. der UCITSD als Gegensatz zur Privatplatzierung verstanden werden,¹⁵⁰ d.h. ein an einen beschränkten Anlegerkreis gerichtetes Angebot, das vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausgenommen ist.¹⁵¹ Irrelevant ist dabei die Art des Vertriebs, m.a.W. werden sowohl Direktverkäufe als auch Verkäufe über einen Dritten erfasst, die im Auftrag des UCITS bzw. der Verwaltungsgesellschaft erfolgen.¹⁵² Auch wenn die UCITSD keine Definition des Vertriebs enthält, stellt sie gleichwohl inhaltliche Anforderungen an Marketing-Anzeigen auf (allerdings ohne sie zu definieren).¹⁵³ U.E. ist eine «Marketing-Anzeige» begriffsmässig als eine Vertriebsanzeige aufzufassen: Die englische Fassung der Richtlinie verwendet nämlich den «marketing»-Begriff insbesondere im Anhang II bei der Festlegung der soeben erwähnten Teilbereiche der gemeinsamen Portfolioverwaltung.¹⁵⁴ Marketing-Anzeigen müssen klar als solche zu erkennen, redlich, eindeutig und nicht irreführend sein.¹⁵⁵ Zu unterscheiden ist zudem zwischen Marketing-Anzeigen, die eine «Aufforderung zum Erwerb von Anteilen eines OGAW und spezifische Informationen über ein OGAW» enthalten und solchen ohne diese Angaben. An erstere werden dabei zusätzliche Anforderungen gestellt: Insbesondere dürfen die dort enthaltenen Informationen nicht im Widerspruch zu den Angaben im Prospekt und zu den wesentlichen Informationen stehen.¹⁵⁶ Eine Marketing-Anzeige kann demzufolge wie ein Angebot oder bloss als Werbung ausgestaltet sein.

b. Vertrieb gemäss AIFMD

[40] Eine Legaldefinition des Vertriebsbegriffs findet sich hingegen in der AIFMD. Die explizite Vertriebsdefinition durch die AIFMD ist auf den Umstand zurückzuführen, dass die Richtlinie ein harmonisiertes Drittlandregime enthält,¹⁵⁷ für dessen Anwendung gerade der Vertrieb der AIF-Anteile in der EU einen der Anknüpfungspunkte darstellt. Nach Art. 4 Abs. 1 lit. x AIFMD

¹⁴⁸ Vgl. Anhang II UCITSD.

¹⁴⁹ Art. 1 Abs. 2 lit. a UCITSD.

¹⁵⁰ Im Rahmen der Privatplatzierungen i.S. der UCITSD beschaffen sich Organismen für gemeinsame Anlagen Kapital nicht beim Publikum, sondern bei einem beschränkten Anlegerkreis, vgl. Art. 3 lit. b UCITSD.

¹⁵¹ Vgl. AIFMD-TOLLMANN (FN 99), Art. 4 N 179.

¹⁵² Erw. 61 UCITSD.

¹⁵³ Art. 77 UCITSD.

¹⁵⁴ Auch in der englischen Fassung der AIFMD entspricht der deutschsprachige Vertriebsbegriff nach Art. 4 Abs. 1 lit. x AIFMD dem «marketing» (zum Vertriebsbegriff nach AIFMD sogleich).

¹⁵⁵ Art. 77 S. 1 und 2 UCITSD.

¹⁵⁶ Art. 77 S. 3 UCITSD. Zudem muss eine Marketing-Anzeige Angaben zu den Bezugsmöglichkeiten des Prospekts und den wesentlichen Informationen enthalten (S. 4).

¹⁵⁷ Vgl. Art. 37 ff. AIFMD.

stellt der Vertrieb «das direkte oder indirekte, auf Initiative des AIFM oder in dessen Auftrag erfolgende Anbieten oder Platzieren von Anteilen an einem vom AIFM verwalteten AIF an Anleger oder bei Anlegern mit Wohnsitz oder Sitz in der Union» dar. Im Gegensatz zum Vorschlag der Kommission, die unter den Vertrieb sowohl dessen aktive Formen als auch Reverse Solicitation subsumierte, erfolgte in der Endfassung der AIFMD eine Angleichung des Vertriebsbegriffs an die MiFID II und die UCITSD, indem Fälle der Reverse Solicitation nicht zum Vertrieb gezählt werden.¹⁵⁸ Da die AIFMD in erster Linie die Begrenzung von systemischen Risiken anstrebt,¹⁵⁹ hat sie ausschliesslich den Schutz professioneller Anleger im Fokus.¹⁶⁰ Infolgedessen ist die Adressierung der Öffentlichkeit für den Vertriebsbegriff der AIFMD nicht massgebend. Im Hinblick auf den Schutz professioneller Anleger knüpft die Richtlinie umfassende Informations- und Transparenzpflichten an das Vorliegen des Vertriebs.¹⁶¹

[41] Zu beachten ist, dass die Anforderungen an die soeben erwähnten Marketing-Anzeigen nach der UCITSD de lege ferenda durch Art. 4 VO (EU) 2019/1156¹⁶² erweitert und zugleich auch auf AIFM ausgedehnt werden. Dadurch soll ein stärkerer Anlegerschutz unabhängig von der Anlegerkategorie gewährleistet werden.¹⁶³ Aus inhaltlicher Sicht werden Marketing-Anzeigen neu die mit dem Erwerb eines AIF oder UCITS verbundenen Chancen und Risiken vergleichbar deutlich beschreiben müssen.¹⁶⁴ Zudem werden die nationalen Aufsichtsbehörden eine inhaltliche Vorabprüfung von Marketing-Anzeigen verlangen können.^{165,166}

c. Vertrieb gemäss MiFID II

[42] Schliesslich ist das Verhältnis des kollektivanlagenrechtlichen Vertriebsbegriffs mit demjenigen der MiFID II zu klären. Letztere verwendet zwar an verschiedenen Stellen den Vertriebsbegriff, allerdings ist dieser für die Anwendung der MiFID II inkl. deren Verhaltenspflichten nicht massgeblich. Relevant ist einzig die Erbringung einer Wertpapierdienstleistung oder die

¹⁵⁸ Vgl. dazu AIFMD-TOLLMANN (FN 99), Art. 4 N 179 ff.

¹⁵⁹ Erw. 2 AIFMD.

¹⁶⁰ Nach Art. 43 Abs. 1 AIFMD steht die Regulierung des Vertriebs an Kleinanleger im Ermessen der Mitgliedstaaten, wofür die AIFMD jedoch in inhaltlicher Sicht einen Mindeststandard bildet.

¹⁶¹ Zu den einzelnen Transparenzanforderungen vgl. JUTZI/WESS (FN 44), 524 ff.

¹⁶² VO (EU) Nr. 2019/1156, ABL L 188/55 vom 12. Juli 2019. Diese Verordnung gilt im Wesentlichen ab dem 1. August 2019, einige ihrer Bestimmungen, einschliesslich Art. 4, jedoch erst ab dem 2. August 2019, vgl. Art. 19 Unterabs. 2 und 3 VO (EU) 2019/1156. Sie ist im Zusammenhang mit der RL 2019/1160/EU (ABL L 188/106 vom 12. Juli 2019) zu sehen, die bis zum 2. August 2019 durch die Mitgliedstaaten umzusetzen war. Die Richtlinie strebt eine einheitliche Behandlung von Kleinanlegern an, und zwar unabhängig von der Art der Fonds, in die sie investieren (offene oder geschlossene, sofern die Mitgliedstaaten den Vertrieb von AIF an Kleinanleger gestatten), Erw. 6 RL 2019/1160/EU. Insbesondere legt sie einheitliche Voraussetzungen für die Einstellung des Fondsvertriebs fest und führt im Rahmen der AIFMD den Begriff des «Pre-Marketings» ein. Zum Begriff des «Pre-Marketings» vgl. FN 166.

¹⁶³ Erw. 4 RL 2019/1160/EU. Art. 77 UCITSD wird durch Art. 1 Ziff. 2 RL 2019/1160/EU gestrichen.

¹⁶⁴ Art. 4 VO (EU) Nr. 2019/1156.

¹⁶⁵ Art. 7 Abs. 1 und 3 VO (EU) Nr. 2019/1156.

¹⁶⁶ De lege ferenda wird zudem die AIFMD den Begriff des «Pre-Marketings» enthalten, der vom Begriff des Vertriebs zu unterscheiden sein wird. Beim Pre-Marketing handelt es sich um die Bereitstellung von Informationen oder die Mitteilung von Anlagestrategien oder Anlagezielen an potenzielle professionelle Anleger mit dem Zweck der Feststellung des Anlegerinteresses an einem AIF; der AIF darf dabei noch nicht registriert sein bzw. – beim grenzüberschreitenden Vertrieb – darf keine Behördenanzeige nach Art. 31 f. AIFMD erfolgt sein (vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. aea AIFMD i.d.F. von Art. 2 Ziff. 1 RL 2019/1160/EU). Unter bestimmten Voraussetzungen werden AIFM das Pre-Marketing (unter anderem für nichtregistrierte AIF) ohne formelle Voraussetzungen, die an das Marketing gestellt werden, betreiben dürfen (vgl. Art. 30a AIFMD i.d.F. von Art. 2 Ziff. 1 RL 2019/1160/EU).

Ausübung von Anlagetätigkeiten gemäss Anhang I. Sowohl die UCITSD als auch die AIFMD gestatten es den (externen) AIFM und UCITS-Verwaltungsgesellschaften grundsätzlich, bestimmte Wertpapierdienstleistungen i.S. der MiFID II neben der kollektiven Vermögensverwaltung zu erbringen. In diesem Fall haben die AIFM bzw. UCITS-Verwaltungsgesellschaften zusätzlich bestimmte MiFID II-Bestimmungen zu beachten.¹⁶⁷ Für die Erbringung der Wertpapierdienstleistungen bedarf ein AIFM bzw. eine UCITS-Verwaltungsgesellschaft jedoch einer *zusätzlichen* Zulassung, die im Ermessen der Mitgliedstaaten steht.¹⁶⁸ Demzufolge soll sich der Vertriebsbegriff nach UCITSD/AIFMD – zumindest nach dem Konzept des europäischen Gesetzgebers – grundsätzlich nicht mit dem Begriff der Wertpapierdienstleistung überschneiden.

d. Vertrieb gemäss Prospekt-VO

[43] Wie bereits erwähnt, ist das Vorliegen eines öffentlichen Angebots in der Schweiz der Anknüpfungspunkt für die neuen vereinheitlichten Prospektspflichten nach Art. 35 ff. FIDLEG. Die Prospektregelungen des FIDLEG orientieren sich an den entsprechenden europäischen Regularien.¹⁶⁹ Es handelt sich zum einen um die sog. Prospekt-RL¹⁷⁰ und zum anderen um die Prospekt-VO,¹⁷¹ welche die Prospekt-RL ab dem 21. Juli 2017 abgelöst hat und in den Mitgliedstaaten direkt gilt.¹⁷² Auch gemäss Prospekt-VO ist das Vorliegen eines öffentlichen Angebots (sowie der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt) Anknüpfungspunkt für die Prospekterstellungspflicht.¹⁷³ Bei einem öffentlichen Angebot i.S. der Prospekt-VO handelt es sich um «eine Mitteilung an die Öffentlichkeit in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung jener Wertpapiere zu entscheiden».¹⁷⁴ Dies entspricht auch dem FIDLEG-Begriffsverständnis von einem öffentlichen Angebot.

3. Vergleich

[44] Der Angebotsbegriff des FIDLEG orientiert sich im Wesentlichen an der europäischen Prospekt-VO; dies mit dem Ziel, einheitliche Prospektspflichten für Effekten im Rahmen von öffentlichen Angeboten und der Zulassung zum Handel festzulegen. Daher ist auch das Begriffsverständnis eines öffentlichen Angebots in beiden Rechtsordnungen trotz sprachlich unterschiedlicher Formulierungen weitgehend deckungsgleich. Namentlich wird stets von einem aktiven

¹⁶⁷ Art. 6 Abs. 4 UCITSD; Art. 6 Abs. 6 AIFMD. Vgl. dazu Abschnitt II.C.2.

¹⁶⁸ Vgl. Art. 6 Abs. 3 UCITSD, Art. 6 Abs. 4 AIFMD.

¹⁶⁹ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8923; RENÉ BÖSCH, Neues Prospektrecht gemäss E-FIDLEG: Schnittstellen – Gereimtes und Ungereimtes – Verpasste Chancen, in: Rolf H. Weber et al. (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich 2017, 496 ff., 497 (zit. BÖSCH, Schnittstellen).

¹⁷⁰ RL 2003/71/EG, ABl. L 345/64 vom 31. Dezember 2003; geändert durch RL 2010/73/EU, ABl. L 327/1 vom 11. Dezember 2010.

¹⁷¹ VO (EU) 2017/1129, ABl. L 168/12 vom 30. Juni 2017 (nachfolgend: Prospekt-VO).

¹⁷² Art. 49 Abs. 2 Prospekt-VO.

¹⁷³ Art. 1 Abs. 1 Prospekt-VO.

¹⁷⁴ Art. 2 lit. d Prospekt-VO.

Vertriebs- bzw. Angebotsbegriff ausgegangen, so dass Fälle von Reverse Solicitation nicht darunter fallen.

[45] Konzeptuell vergleichbar ist weiterhin der Ansatz, dass ein Angebot nicht mit einer Wertpapier- bzw. Finanzdienstleistung gleichzusetzen ist. Sowohl hierzulande als auch im Rahmen der MiFID II löst erst das Vorliegen der Wertpapier- bzw. Finanzdienstleistung besondere Verhaltenspflichten am Point of Sale aus. Als massgebliches Abgrenzungskriterium zu den einzelnen Wertpapier- bzw. Finanzdienstleistungen dient in erster Linie die Individualität der Kommunikation. M.a.W. richtet sich ein (öffentliches) Angebot an ein breites Publikum, wohingegen eine Wertpapierdienstleistung i.S. der MiFID II sowie eine Finanzdienstleistung i.S. des FIDLEG eine individuelle vertragliche Beziehung zwischen dem Dienstleister und dem Kunden voraussetzen; die Verhaltenspflichten sind dabei jedoch teilweise bereits im Rahmen des vorvertraglichen Verhältnisses zu beachten.

[46] Bedeutsame Unterschiede sind hingegen im Kollektivanlagenrecht zu verzeichnen. Während für den «Vertrieb» von kollektiven Kapitalanlagen grundsätzlich neu der Angebotsbegriff des FIDLEG massgebend ist, regelt die AIFMD den Vertrieb von AIF autonom und stellt dabei unter anderem ebenfalls auf das «Anbieten» ab. Die Öffentlichkeit des Angebots spielt dabei keine Rolle, da die AIFMD ausschliesslich den Vertrieb an professionelle Anleger reguliert und an diesen weitreichende Transparenz- und Informationspflichten anknüpft. Demgegenüber sieht das Schweizer Kollektivanlagenrecht für kollektive Kapitalanlagen, die sich an professionelle Kunden richten, zahlreiche Erleichterungen vor: So kann die FINMA kollektive Kapitalanlagen von den Prospektspflichten und weiteren Vorschriften (*sämtlicher*) Finanzmarktgesetze befreien, sofern die kollektive Kapitalanlage ausschliesslich qualifizierten Anlegern offensteht und der Schutzzweck des KAG nicht beeinträchtigt wird.¹⁷⁵ Dies führt im Ergebnis zu einem viel niedrigeren Kundenschutz für qualifizierte Anleger hierzulande.

B. Kundensegmentierung

[47] Aus aufsichtsrechtlicher Perspektive bedeutet Kundensegmentierung die nach verschiedenen Segmenten differenzierte Ausgestaltung von aufsichtsrechtlichen Schutzmassnahmen.¹⁷⁶ Differenziert wird zwischen verschiedenen Anleger- bzw. Kundenstufen, denen – gemessen an deren Anlageerfahrung und Kenntnissen – ein unterschiedliches Schutzniveau zukommt.¹⁷⁷ Bei gewissen Kunden wird namentlich davon ausgegangen, dass sie ein professionelles Anlagewissen und erhöhte Kenntnisse mit Blick auf Finanzprodukte mitbringen,¹⁷⁸ und daher eines geringeren Schutzes als andere Kunden bedürfen. Dieser Grundsatz gilt allgemein in jeder entwickelten Finanzmarktordnung, einschliesslich des Bereichs der kollektiven Vermögensverwaltung.

¹⁷⁵ Vgl. Art. 50 FIDLEG resp. Art. 10 Abs. 5 revKAG.

¹⁷⁶ DANIEL BAUMANN, Verhaltensregeln im Finanzmarktrecht, Diss. Bern 2017, N 80 m.w.H.

¹⁷⁷ JOSURAN/ISLER (FN 76), 206; JUTZI/SCHÄREN (FN 40), N 139 ff. Vgl. auch THOMAS JUTZI/FABIAN EISENBERGER, Das Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht, AJP 2019, 26; ROLF SETHE, FIDLEG und das Vertragsrecht: Kundensegmentierung im Spannungsverhältnis von Aufsichtsrecht und Privatrecht, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Basel 2017, 215 ff.

¹⁷⁸ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8949.

[48] Das Schweizer Finanzmarktrecht kannte bis zum Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 zwar den Begriff der Kundensegmentierung nicht,¹⁷⁹ verfolgte allerdings einen differenzierten Anlegerschutz. So sah beispielsweise Art. 11 Abs. 2 BEHG vor, dass Effektenhändler bei der Erfüllung ihrer Pflichten die Geschäftserfahrenheit und die fachlichen Kenntnisse ihrer Kunden zu berücksichtigen hatten.¹⁸⁰ Das europäische (individuelle) Vermögensverwaltungsrecht hat mit dem Erlass der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie¹⁸¹ explizit die Notwendigkeit der Berücksichtigung der Professionalität der einzelnen Anleger betont¹⁸² und anschliessend mit MiFID I einzelne Kundenkategorien eingeführt.¹⁸³

1. Schweiz

a. Zusammenspiel von KAG und FIDLEG

[49] Bis Ende 2019 waren die verschiedenen kollektivanlagenrechtlichen Anlegerkategorien in Art. 10 KAG geregelt. Die Hauptunterscheidung lag zwischen qualifizierten Anlegern und gewöhnlichen Anlegern (Publikumsanleger).¹⁸⁴ Das FIDLEG schafft nun eine neue Kundensegmentierung, wodurch zwei Hauptkategorien von Kunden, nämlich Privatkunden und professionelle Kunden entstehen.¹⁸⁵ Eine Untergruppe der professionellen Kunden bilden die institutionellen Kunden.¹⁸⁶ Die Kategorie der professionellen Kunden ist an den Katalog der MiFID II sowie an die Anlegersegmentierung des früheren KAG angelehnt.^{187,188}

[50] Trotz der neuen Kundensegmentierung nach FIDLEG verbleibt es bei der Zweiteilung der Kundenkategorien nach FIDLEG und revKAG. Denn im letzteren besteht die Kategorie des qualifizierten Anlegers weiterhin. Diese lehnt sich zwar an die Kundensegmentierung des FIDLEG an,¹⁸⁹ sieht jedoch zusätzlich vor, dass als qualifizierte Anleger auch jene Privatkunden gelten, die mit einem Finanzintermediär¹⁹⁰ in einer auf Dauer angelegten Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsbeziehung stehen, sofern sie nicht erklärt haben, nicht als solche gelten zu wol-

179 ADRIAN SCHOOP, Kundensegmentierung am Point of Sale. Zivil- und aufsichtsrechtliche Verhaltensregeln für in der Schweiz und in der EU tätige Finanzdienstleister, Zürich/St. Gallen 2014, 5 m.w.H.

180 Zum Konzept des differenzierten Anlegerschutzes vgl. EICHHORN (FN 88), 98 ff.; BÜRLI-BORNER, (FN 88), 253 ff.

181 RL 93/22/EWG, ABl. L 141/27 vom 11. Juni 1993.

182 Vgl. Art. 11 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie.

183 Vgl. Erw. 31, Art. 4 Abs. 1 Ziff. 11 und 12, Anhang II MiFID I.

184 Art. 10 Abs. 3 KAG; JUTZI/SCHÄREN (FN 40), N 144 ff.

185 Art. 4 Abs. 1 lit. a und b FIDLEG, Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8948. Professionelle Kunden werden in Art. 4 Abs. 3 FIDLEG definiert. Als professionelle Kunden gelten in der Schweiz beaufsichtigte Finanzintermediäre (lit. a) und Versicherungsunternehmen (lit. b), ausländische Kunden, die einer gleichwertigen Aufsicht unterstehen (lit. c), sowie Zentralbanken (lit. d). Ebenfalls als professionelle Kunden gelten öffentlich-rechtliche Körperschaften (lit. e), Vorsorgeeinrichtungen (lit. f), Unternehmen mit professioneller Tresorerie (lit. g) sowie grosse Unternehmen (lit. h i.V.m. Art. 4 Abs. 5 FIDLEG) und für vermögende Privatkunden errichtete Anlagestrukturen mit professioneller Tresorerie (lit. i).

186 Art. 4 Abs. 1 lit. c FIDLEG; Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8949. Als institutionelle Kunden gelten professionelle Kunden nach Art. 4 Abs. 3 lit. a–d FIDLEG sowie nationale und supranationale öffentlich-rechtliche Körperschaften mit professioneller Tresorerie (Art. 4 Abs. 4 FIDLEG).

187 Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8948. Allerdings bestehen in der Kundensegmentierung auch bewusste Abweichungen gegenüber der MiFID II Regulierung. Beispielsweise wird auf ein «Opting-out» von Privatkunden auf Gesetzesstufe verzichtet, vgl. ANDREAS BOHRER et al., Finanzmarktrecht – Entwicklungen 2016, Bern 2017, 28 ff.

188 Dazu sogleich.

189 Art. 10 Abs. 3 revKAG i.V.m. Art. 4 Abs. 3 – 5 und Art. 5 Abs. 1 und 4 FIDLEG.

190 Bei einem Finanzintermediär i.S. von Art. 10 Abs. 3^{ter} revKAG handelt es sich um Finanzintermediäre nach dem BankG, KAG oder FINIG.

len.¹⁹¹ Die Erklärung muss dabei schriftlich oder in anderer durch Text nachweisbarer Form vorliegen.¹⁹² Auch wenn diese Kunden mit einem Vermögensverwaltungs- oder einem Anlageberatungsvertrag nach revKAG als qualifizierte Anleger gelten, kennt das FIDLEG diese Kundenkategorie nicht; vielmehr hat im Rahmen des FIDLEG eine eigenständige Beurteilung zu erfolgen.

b. Liberalisierungen im Kollektivanlagenrecht

[51] Die neue Kundensegmentierung des FIDLEG hat zahlreiche Liberalisierungen im Bereich des Kollektivanlagenrechts zur Folge:

[52] Während nach dem aKAG lediglich Unternehmen mit professioneller Tresorerie als qualifizierte Anleger galten,¹⁹³ zählen im neuen Recht zu den professionellen Kunden (und somit zu qualifizierten Anlegern i.S. des revKAG) grosse Unternehmen (unabhängig vom Vorhandensein einer professionellen Tresorerie).¹⁹⁴

[53] Weiterhin werden Privatkunden gemäss dem neuen Rechtsrahmen schneller zu qualifizierten Anlegern i.S. des KAG. Sah Art. 6 Abs. 1 lit. b aKKV unter anderem noch vor, dass eine vermögende Privatperson schriftlich das Vorhandensein eines Vermögens in Höhe von 5 Millionen Franken bestätigt, so hat das FIDLEG diese Schwelle auf 2 Millionen Franken herabgesetzt.¹⁹⁵ Die weitere Möglichkeit der Hochstufung eines vermögenden Privatkunden zu einem professionellen Kunden wurde aus Art. 6 Abs. 1 lit. a aKKV übernommen und setzt Kenntnisse bzw. Erfahrungen sowie ein Vermögen in Höhe von mindestens 500'000 Franken voraus. Für die beiden Opting-out-Möglichkeiten reicht neu eine *glaubhafte Erklärung* des Kunden aus, dass er über die entsprechenden Kenntnisse bzw. Vermögenswerte verfügt.¹⁹⁶ Ein Nachweis im Zeitpunkt des Erwerbs ist nicht mehr nötig. Auch die Regelung von Art. 6 Abs. 5 aKKV, wonach der vermögende Kunde die entsprechenden Vermögenswerte nachweisen musste, wurde aufgehoben.

[54] Neu im Bereich der Kundensegmentierung ist zudem, dass als professionelle Kunden (und mithin als qualifizierte Anleger nach KAG) private Anlagestrukturen mit professioneller Tresorerie gelten, die für vermögende Anleger errichtet werden.¹⁹⁷ Zur Bestimmung der professionellen Tresorerie wird die bisherige Praxis übernommen: Demnach ist diese dann zu bejahen, «wenn innerhalb oder ausserhalb des Unternehmens oder der privaten Anlagestruktur auf Dauer eine fachlich ausgewiesene, im Finanzbereich erfahrene Person mit der Bewirtschaftung der Finanzmittel betraut ist».¹⁹⁸

[55] Schliesslich ist darauf hinzuweisen, dass das aKAG in seinem Art. 10 Abs. 5 die Möglichkeit vorsah, dass die FINMA kollektive Kapitalanlagen von bestimmten KAG-Vorschriften ganz oder

¹⁹¹ Art. 10 Abs. 3^{ter} revKAG.

¹⁹² Art. 10 Abs. 3^{ter} revKAG.

¹⁹³ Art. 10 Abs. 3 lit. d aKAG.

¹⁹⁴ Art. 4 Abs. 3 lit. h i.V.m. Abs. 5 FIDLEG. Demnach gilt als ein grosses Unternehmen ein Unternehmen, das zwei der folgenden Grössen erfüllt: Bilanzsumme von 20 Millionen Franken, Umsatzerlös von 40 Millionen Franken, Eigenkapital von 2 Millionen Franken. Unternehmen mit professioneller Tresorerie werden als professionelle Kunden durch das FIDLEG (und somit weiterhin als qualifizierte Anleger durch das revKAG) erfasst, Art. 10 Abs. 3 revKAG i.V.m. Art. 4 Abs. 3 lit. g FIDLEG.

¹⁹⁵ Art. 5 Abs. 2 lit. b FIDLEG.

¹⁹⁶ Vgl. Art. 5 Abs. 2 FIDLEG.

¹⁹⁷ Art. 4 Abs. 3 lit. i FIDLEG.

¹⁹⁸ Art. 3 Abs. 8 FIDLEG; Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8949 m.w.H.

teilweise befreien konnte, sofern die kollektive Kapitalanlage qualifizierten Anlegern offenstand und der Gesetzeszweck dadurch nicht beeinträchtigt wurde. Durch die zahlreichen Aufhebungen von KAG-Vorschriften und deren Übernahme in die neuen FIDLEG/FINIG erscheint nun die neue Regelung nachvollziehbar, wonach der FINMA die Kompetenz eingeräumt wird, die entsprechenden kollektiven Kapitalanlagen von Vorschriften *sämtlicher* Kapitalmarktgesetze zu befreien, sofern der Schutzzweck des KAG dadurch nicht beeinträchtigt wird.¹⁹⁹ Die Wiederholung einer entsprechenden Kompetenz in Art. 50 FIDLEG (Befreiung von Prospektspflichten) erscheint somit überflüssig.

2. EU

[56] Wie soeben erwähnt, lehnt sich die Kundensegmentierung des FIDLEG an die MiFID II-Vorgaben an, die ebenfalls einen differenzierten Kundenschutz verfolgen. MiFID II unterscheidet zwischen drei Kundenkategorien: Kleinanleger,²⁰⁰ professionelle Kunden²⁰¹ und geeignete Gegenparteien, wobei letztere eine Unterkategorie der professionellen Kunden darstellen.²⁰²

[57] Während der Kleinanlegerschutz nach MiFID II jeder Kundenkategorie zur Verfügung steht,²⁰³ darf ein Kleinanleger erst zum professionellen Kunden (sog. gekorener professioneller Kunde) hochgestuft werden, wenn er über Kenntnisse und/oder Erfahrungen und/oder über ein Finanzinstrument-Portfolio in Höhe von über 500'000 Euro verfügt.²⁰⁴ Dabei muss sich eine Wertpapierfirma durch eine angemessene Beurteilung des Sachverstands, der Erfahrungen und der Kenntnisse des Kunden vergewissern, dass dieser im Hinblick auf die Art der geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen nach vernünftigem Ermessen tatsächlich in der Lage ist, Anlageentscheidungen zu treffen und die damit einhergehenden Risiken versteht.²⁰⁵ Es findet m.a.W. bereits vorgängig bei der Kundeneinstufung eine allgemeine Angemessenheitsprüfung statt. Notabene darf eine Wertpapierfirma trotz der Einstufung eines Kleinanlegers zum professionellen Kunden nicht davon ausgehen, dass dieser über Marktkenntnisse und -erfahrungen verfügt, die mit jenen der sog. geborenen professionellen Kunden vergleichbar wären.²⁰⁶ Auch wenn MiFID II mit der Kundensegmentierung das Konzept des differenzierten Anlegerschutzes festlegt, indem

¹⁹⁹ Art. 10 Abs. 5 revKAG.

²⁰⁰ Bei Kleinanlegern handelt es sich um natürliche oder juristische Personen, die nicht professionelle Kunden sind, vgl. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 11 MiFID II.

²⁰¹ Zu den professionellen Kunden zählen insbesondere institutionelle Anleger, auch solche, deren Haupttätigkeit in der Anlage von Finanzinstrumenten besteht, sowie Unternehmen, die bestimmte Grössenkriterien erfüllen, vgl. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 10 i.V.m. Anhang II Ziff. I MiFID II.

²⁰² Bei geeigneten Gegenparteien handelt es sich insbesondere um Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, Versicherungsgesellschaften, UCITS und ihre Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften, sonstige zugelassene oder nach dem Unionsrecht oder den Rechtsvorschriften eines Mitgliedstaats einer Aufsicht unterliegende Finanzinstitute, nationale Regierungen und deren Einrichtungen (vgl. Art. 30 Abs. 2 MiFID II). Als solche werden sie nur im Rahmen von bestimmten Geschäften behandelt.

²⁰³ Art. 45 Abs. 3 VO (EU) 2017/565.

²⁰⁴ Zwei der unter Ziff. II.1 Unterabs. 5 Anhang II MiFID II aufgeführten Kriterien müssen erfüllt sein, wobei die Erfüllung der Kriterien einen lediglich indikativen Charakter hat; vielmehr sind die Umstände des Einzelfalls massgebend, vgl. ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics vom 18. Februar 2020 (ESMA35-43-349), 101.

²⁰⁵ Ziff. II.1 Unterabs. 3 Anhang II MiFID II.

²⁰⁶ Ziff. II.1 Unterabs. 2 Anhang II MiFID II.

sie beispielsweise differenzierte Informationspflichten vorsieht,²⁰⁷ ist der Pflichtenkatalog der Wohlverhaltensregeln nach MiFID II grundsätzlich gegenüber jeder Kundenkategorie zu erfüllen.

[58] Bei der kollektiven Vermögensverwaltung in der EU spielt die Kundensegmentierung einzig im Rahmen der AIFMD eine Rolle: Die Richtlinie regelt nur den Vertrieb an professionelle Anleger. Die Regelung des Vertriebs an Kleinanleger sowie dessen Zulassung stehen im Ermessen der Mitgliedstaaten.²⁰⁸ Bei der Bestimmung der einzelnen Anlegerkategorien orientiert sich die AIFMD – bis auf die Tatsache, dass sie die Kategorie geeigneter Gegenparteien nicht vorsieht – an der MiFID II.²⁰⁹

[59] Im UCITSD-Rechtsrahmen spielt die Kundensegmentierung hingegen keine Rolle, auch wenn UCITS in der Regel mit dem Vertrieb an Kleinanleger in Verbindung gebracht werden.²¹⁰ Begriffsmässig ist ein UCITS ein Organismus, der «beim *Publikum* beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung...» investiert.²¹¹ Mithin ist der Ausschluss bestimmter Anlegerkategorien von der UCITS-Investition unmöglich. Zulässig wäre jedoch, bestimmte UCITS-Anteile auf einzelne Anlegersegmente zu beschränken, indem z.B. bestimmte Anteilsklassen für Kleinanleger und andere für professionelle Anleger vorgesehen werden. Die UCITSD verwendet gleichwohl vereinzelt den Begriff des «Kleinanlegers»; i.S. der Rechtseinheit ist hierbei die MiFID II-Begriffsbestimmung massgeblich.²¹²

3. Vergleich

[60] Die Kundensegmentierung des FIDLEG lehnt sich im Grundsatz an den MiFID-II-Vorgaben an. Allerdings sieht das gesamte (i.e. diskretionäre und kollektive) Vermögensverwaltungsrecht der EU eine einheitliche Kundensegmentierung vor, indem die MiFID-II-Kundensegmente auch im Rahmen der AIFMD (wie auch der UCITSD, sofern sie den Begriff des Kleinanlegers verwendet) massgeblich sind. Hingegen verbleibt im revKAG ein weiteres Anlegersegment, namentlich

²⁰⁷ Art. 24 Abs. 4 MiFID II verlangt, dass dem Kunden *angemessene* Informationen über die Wertpapierfirma, die Dienstleistungen, die Finanzinstrumente etc. zur Verfügung gestellt werden; vgl. Art. 47 Abs. 1 VO (EU) 2017/565, der explizit Informationspflichten gegenüber Kleinanlegern adressiert. Bestimmte Abstufungen sind bei professionellen Kunden auch im Rahmen der Informationspflichten zu Risiken und Kosten zulässig, vgl. Art. 50 Abs. 1 Unterabs. 2 und 3 VO (EU) 2017/565. Bis zum 18. Mai 2020 fand eine öffentliche Konsultation zur Überprüfung des MiFID II-/MiFIR-Rechtsrahmens statt, welche auch die MiFID II-Kundensegmentierung zum Inhalt hatte, vgl. https://ec.europa.eu/info/files/2020-mifid-2-mifir-review-consultation-document_en (abgerufen am 12. Mai 2020); dort ab S. 41. Mit einem Kommissionsvorschlag zur Anpassung der MiFID II ist erst ab dem vierten Quartal 2020 zu rechnen.

²⁰⁸ Art. 43 AIFMD.

²⁰⁹ Vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. aj und lit. ag AIFMD i.V.m. Anhang II MiFID II.

²¹⁰ Grundsätzlich ist die UCITSD auf den Vertrieb von Publikumsfonds an Kleinanleger gefertigt, vgl. MOLONEY (FN 83), 200, 203. Dieses Bild relativiert sich jedoch mit einem Blick auf die Praxis. Nach Aussagen der EFAMA und der europäischen Kommission sind Investmentfonds wie OGAW bei Kleinanlegern zwar sehr beliebt. Allerdings ist der Anteil direkter Beteiligungen von Kleinanlegern an OGAW nach wie vor relativ gering: Im Jahr 2013 hielten private Haushalte im Euroraum nur 26% der Anteile an Investmentfonds, vgl. EU-Kommission, Grünbuch Kapitalmarktunion 2015, 21.

²¹¹ Art. 1 Abs. 2 lit. a UCITSD. Art. 3 Ziff. 1 RL 2010/43 definiert einzig den Begriff des «Kunden», ohne zwischen spezifischen Kundenkategorien zu unterscheiden.

²¹² Zum Ganzen KSENIA WESS, Drittstaatenregulierung im Finanzdienstleistungsrecht der EU und ihre Auswirkung auf die Schweiz, Diss. Bern 2020 (noch nicht veröffentlicht), Rz. 435 f. m.w.H.

dasjenige des qualifizierten Anlegers, das sich nicht vollständig mit der Kategorie des professionellen Kunden i.S. des FIDLEG deckt.²¹³

[61] Im Einzelnen besteht der massgebliche Unterschied zwischen MiFID II und FIDLEG zunächst in der Möglichkeit des Kleinanlegers, sich als professioneller Kunde behandeln zu lassen: Während das FIDLEG von einem eigenverantwortlich handelnden Kleinanleger ausgeht und seine Hochstufung zum professionellen Kunden unter anderem alleine anhand des vorhandenen Vermögens zulässt, knüpft die MiFID II die Hochstufung des Kleinanlegers zum professionellen Kunden an weitere Voraussetzungen, wie Erfahrungen und/oder Kenntnisse, an. Auch die formellen Voraussetzungen an die Hochstufung eines Kleinanlegers zum professionellen Kunden sind nach der MiFID II vergleichsweise höher als nach dem FIDLEG: Letzteres verlangt einzig eine glaubhafte Erklärung des Kunden in Bezug auf das Vorhandensein der erforderlichen Voraussetzungen, ohne dem Finanzdienstleister entsprechende Überprüfungsspflichten aufzuerlegen. Weiterhin ist der Kleinanlegerschutz institutionellen Kunden nach dem FIDLEG vollständig verwehrt,²¹⁴ wohingegen gemäss dem MiFID II-Rechtsrahmen der Kleinanlegerschutz auf Wunsch jeder Kundenkategorie offensteht.²¹⁵

[62] Im Übrigen geniessen professionelle Anleger nach dem FIDLEG-Konzept einen viel niedrigeren Schutz als nach der MiFID II/AIFMD. Sie können z.B. auf das Einhalten von Verhaltenspflichten durch den Finanzdienstleister verzichten;²¹⁶ für institutionelle Kunden sind – bis auf Vorgaben zur Vermeidung von Interessenkonflikten²¹⁷ – kaum Schutzvorschriften vorgesehen.²¹⁸ Die MiFID II sieht hingegen für professionelle Kunden keine Möglichkeit vor, den Schutz durch die Wohlverhaltensregeln aufzugeben. Gleichwohl sind nach der MiFID II vereinzelt bestimmte Einschränkungen zulässig.²¹⁹ Auch die AIFMD, die den AIF-Vertrieb an professionelle Anleger regelt, sieht – trotz fehlender standardisierter Prospektpflicht – umfassende ex ante- und ex post-Informationspflichten vor.²²⁰ Beim AIF-Vertrieb an Kleinanleger dürften auf mitgliedstaatlicher Ebene sogar höhere Standards als nach der AIFMD gelten.²²¹ Hingegen sieht das FIDLEG zwar für offene und geschlossene kollektive Kapitalanlagen Prospektpflichten vor,²²² gleichwohl kann die FINMA kollektive Kapitalanlagen weiterhin von den Prospektpflichten befreien, sofern sie qualifizierten Anlegern offenstehen und der Schutzzweck des Gesetzes dadurch nicht beeinträchtigt wird.²²³ Zudem ist sogar unter Umständen eine *komplette* Befreiung von den Vorschriften sämtlicher Finanzmarktgesetze möglich.²²⁴ Hingegen sieht die AIFMD, die einzig professionelle Anleger im Regulierungsfokus hat, grundsätzlich keine Befreiungsmöglichkeiten von den in ihr geregelten Informations- und Verhaltenspflichten vor.

²¹³ Vgl. Art. 10 Abs. 3^{ter} revKAG.

²¹⁴ Vgl. Art. 5 Abs. 6 FIDLEG.

²¹⁵ Vgl. Art. 45 Abs. 3 VO (EU) 2017/565.

²¹⁶ Art. 20 Abs. 2 FIDLEG.

²¹⁷ Art. 25 ff. FIDLEG.

²¹⁸ Art. 20 Abs. 1 FIDLEG.

²¹⁹ Vgl. Art. 30 Abs. 1 MiFID II, Art. 61 VO (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Geschäfte mit geeigneten Gegenparteien; Art. 50 Abs. 1 Unterabs. 2 und 3 VO (EU) 2017/565 zur differenzierter Informationspflicht.

²²⁰ Art. 22 f. AIFMD. Vgl. dazu Abschnitt III.D.2.b.

²²¹ Vgl. Art. 43 Abs. 1 Unterabs. 2 AIFMD.

²²² Art. 48 f. FIDLEG.

²²³ Vgl. Art. 50 FIDLEG, welcher der Bestimmung von Art. 10 Abs. 5 lit. b aKAG entspricht.

²²⁴ Art. 10 Abs. 5 revKAG.

C. Verhaltenspflichten

1. Schweiz

a. Verhaltenspflichten nach aKAG

[63] Bis Ende 2019 ergaben sich die aufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten für Effekthändler resp. Bewilligungsträger nach KAG aus Art. 11 BEHG resp. Art. 20 ff. aKAG. Den Kernbereich der Verhaltenspflichten bildeten die Treue-, Sorgfalts- und Informationspflichten, mit denen der Anleger- und Funktionsschutz sichergestellt werden sollte.²²⁵ Sie wurden als Doppelnormen qualifiziert, womit sie nicht nur aufsichtsrechtliche Wirkung entfalteten, sondern den einzelnen Vertragsparteien auch ermöglichten, sich vor einem Zivilgericht darauf zu berufen.²²⁶

[64] Der persönliche Anwendungsbereich der kollektivanlagenrechtlichen Verhaltenspflichten (Art. 20 ff. aKAG) betraf Bewilligungsträger i.S. von Art. 13 Abs. 2 aKAG, d.h. unter anderem die Fondsleitungen, die kollektiven Kapitalanlagen selbst sowie deren Verwalter und Vertriebsträger. Neben den Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten hatten die Bewilligungsträger zudem im Rahmen von Art. 24 Abs. 1 KAG bestimmte vertriebsbezogene Verhaltenspflichten zu beachten, namentlich waren sie verpflichtet, die Vorkehrungen zu treffen, die notwendig waren, um eine seriöse Akquisition und objektive Beratung der Kunden sicherzustellen.

[65] Das Ziel der Europakompatibilität verfolgend fanden die kollektivanlagenrechtlichen Verhaltensregeln Eingang in das schweizerische Kollektivanlagenrecht.²²⁷ Die ursprünglichen AFG-Verhaltensregeln waren vom Art. 5h der damaligen UCITS III beeinflusst, der sämtliche Mitgliedstaaten zum Erlass von Wohlverhaltensregeln verpflichtete. Im Bereich der Verhaltenspflichten kam zudem der Selbstregulierung eine besonders grosse Bedeutung zu.²²⁸ So ernannte die FINMA Selbstregulierungen der SFAMA im Bereich der Verhaltensregeln zum Mindeststandard.²²⁹

b. Verhaltenspflichten gemäss KAG und FIDLEG

i. FIDLEG

[66] Das FIDLEG legt die allgemeinen Verhaltensregeln für Finanzdienstleister fest. In Übereinstimmung mit dem neuen horizontalen Regulierungsansatz wurden auf diese Weise sektorenübergreifende Verhaltenspflichten eingeführt, die von sämtlichen Finanzdienstleistern im Verhältnis zu ihren Kunden einzuhalten sind.²³⁰ Sie gelten insbesondere beim Erwerb von Effekten oder Finanzinstrumenten und sollen den Kundenschutz sicherstellen.²³¹ Im Unterschied zu den Verhaltenspflichten im Kollektivanlagerecht beschränkt sich der persönliche Geltungsbereich der Verhaltensregeln gemäss FIDLEG nicht mehr auf prudentiell beaufsichtigte Bewilligungsträger,

²²⁵ Zum Ganzen vgl. BAUMANN (FN 176), N 40 ff.; JUTZI/SCHÄREN (FN 40), N 1194 ff.

²²⁶ Eingehend zum Konzept der Doppelnorm JUTZI/EISENBERGER (FN 177), 11 ff.

²²⁷ BAUMANN (FN 176), N 44; JUTZI/SCHÄREN (FN 40), N 1195.

²²⁸ JUTZI/SCHÄREN (FN 40), N 1197.

²²⁹ Abrufbar unter: <https://www.sfama.ch/de/selbstregulierung-musterdokumente/verhaltensregeln>.

²³⁰ BAUMANN (FN 176), N 337; THOMAS JUTZI/KSENIA WESS, Informationspflichten gemäss FIDLEG und MiFID II, Äquivalenz in der Regulierung?, recht 2019, 143 ff., 143 (zit. JUTZI/WESS, Informationspflichten).

²³¹ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 9010.

sondern knüpft am Begriff des Finanzdienstleisters i.S. von Art. 3 lit. d FIDLEG an.²³² Für den sachlichen Geltungsbereich der neuen Verhaltensregeln nach FIDLEG ist die gewerbsmässige Erbringung einer Finanzdienstleistung durch einen Finanzdienstleister gemäss Art. 3 lit. c FIDLEG massgebend. Dies ist dem sektorenübergreifenden Charakter des FIDLEG geschuldet. Im Gegensatz zur Rechtslage nach aKAG beschränkt sich der sachliche Geltungsbereich der FIDLEG-Verhaltensregeln grundsätzlich auf die Beziehung zwischen dem Finanzdienstleister und dem Kunden am Point of Sale²³³ und nicht mehr auf die gesamte Geschäftstätigkeit des Finanzdienstleisters.²³⁴

[67] In inhaltlicher Sicht bestehen die FIDLEG-Verhaltensregeln aus Informationspflichten,²³⁵ der Pflicht zur Erbringung angemessener und geeigneter Finanzdienstleistungen,²³⁶ Dokumentations- und Rechenschaftspflichten²³⁷ sowie der Transparenz- und Sorgfaltspflicht bei Kundenaufträgen.²³⁸ Die Verhaltenspflichten finden gegenüber Privatkunden stets Anwendung, wohingegen professionelle Kunden auf die Einhaltung von bestimmten Verhaltenspflichten verzichten können.²³⁹ Bei Geschäften mit institutionellen Kunden finden die Verhaltenspflichten gar keine Anwendung.²⁴⁰

ii. RevKAG

[68] Wie ausgeführt,²⁴¹ bleibt das revKAG als ein sektorenspezifisches Gesetz neben dem horizontal ausgerichteten FIDLEG weiterhin bestehen. Auch wenn das revKAG oft als ein produktspezifisches Gesetz bezeichnet wird,²⁴² enthält es nicht ausschliesslich produktbezogene Vorgaben.

²³² ABEGGLEN/WETTSTEIN (FN 123), 136; BAUMANN (FN 176), N 326. Damit finden die Point-of-Sale-Pflichten nicht nur auf beaufsichtigte Finanzdienstleister, sondern auch auf nicht beaufsichtigte Marktteilnehmer Anwendung, die gewerbsmässig Finanzdienstleistungen erbringen, vgl. ABEGGLEN/WETTSTEIN (FN 123), 138.

²³³ Eine Ausnahme stellen die Organisationsvorgaben dar, die einzelne Verhaltenspflichten tangieren, wie z.B. Art. 25 FIDLEG.

²³⁴ BAUMANN (FN 176), N 327. Vgl. auch ABEGGLEN/WETTSTEIN (FN 123), 135 f.

²³⁵ Art. 8 f. FIDLEG.

²³⁶ Art. 10 ff. FIDLEG. Damit wird insbesondere die Durchführung einer Angemessenheits- (Art. 11 FIDLEG) und Eignungsprüfung (Art. 12 FIDLEG) durch den Finanzdienstleister erfasst. Dies bedeutet, dass der Finanzdienstleister die Kenntnisse und Erfahrungen seiner Kunden mit der in Frage stehenden Geschäftsart abfragt und prüft. Die Dienstleistung gilt nur als angemessen, wenn sie die Kunden gestützt auf ihre Kenntnisse und Erfahrungen richtig einordnen können. Für die Eignungsprüfung benötigt der Finanzdienstleister Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen seiner Kunden sowie über ihre Anlageziele und ihre finanziellen Verhältnisse, vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8956. Bei fehlender Angemessenheit bzw. Eignung hat der Finanzdienstleister seine Kunden entsprechend zu warnen bzw. von der Dienstleistung/dem Geschäft abzuraten (Art. 14. Abs. 2 FIDLEG). Bei blosser Ausführung oder Übermittlung von Kundenaufträgen müssen die Finanzdienstleister weder eine Angemessenheits- noch eine Eignungsprüfung erbringen (Art. 13 FIDLEG). Liegt also ein Execution-only- oder ein Reverse-solicitation-Geschäft vor, so kann der Finanzdienstleister vollständig auf die Durchführung einer Angemessenheits- oder Eignungsprüfung verzichten. Voraussetzung für einen solchen Verzicht ist, dass der Kunde die Ausführung oder Übermittlung bzw. das Geschäft veranlasst hat, vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8958.

²³⁷ Art. 15 f. FIDLEG.

²³⁸ Art. 17 ff. FIDLEG. Finanzdienstleister müssen bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen den Grundsatz von Treu und Glauben und das Prinzip der Gleichbehandlung beachten (Art. 17 FIDLEG) sowie sicherstellen, dass bei der Ausführung der Aufträge ihrer Kunden das bestmögliche Ergebnis in finanzieller, zeitlicher und qualitativer Hinsicht erreicht wird (Art. 18 FIDLEG).

²³⁹ Art. 20 Abs. 2 FIDLEG.

²⁴⁰ Art. 20 Abs. 1 FIDLEG. Dies ergibt sich aus dem Umstand, dass institutionelle Kunden regelmässig vergleichbare Kenntnisse und Erfahrungen wie die Finanzdienstleister selbst aufweisen, vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8962.

²⁴¹ Vgl. Abschnitt II.A.2.

²⁴² Vgl. Abschnitt II.A.2.c. m.w.H.

Zwar sollen in den Anwendungsbereich explizit nur kollektive Kapitalanlagen und Personen, die diese verwahren, sowie ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in der Schweiz angeboten werden, fallen.²⁴³ Doch der persönliche Anwendungsbereich erstreckt sich de facto auch auf weitere Institutionen. Zum einen sind es die Institutionen, die weiterhin einer Bewilligungspflicht nach Art. 13 Abs. 2 revKAG unterliegen (insbesondere Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen); zum anderen sind es bestimmte Finanzinstitute nach FINIG, die bislang im aKAG reguliert waren (Fondsleitungen sowie Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen bzw. neu Verwalter von Kollektivvermögen). Auf diese finden die im revKAG verbleibenden Verhaltenspflichten weiterhin Anwendung,²⁴⁴ und zwar unabhängig davon, ob sie im Einzelfall zusätzlich die Verhaltenspflichten nach FIDLEG erfüllen müssen. Im Gegensatz zu den Verhaltenspflichten des FIDLEG, die in erster Linie den Schutz der Kunden beim Erwerb von Effekten oder Finanzinstrumenten bezwecken und am Point of Sale zu beachten sind, zielen die Verhaltenspflichten nach revKAG auf die Wahrung der Anlegerinteressen durch eine sorgfältige und im Interesse der kollektiven Kapitalanlagen erfolgende Vermögensverwaltung ab;²⁴⁵ sie greifen neu ausschliesslich ausserhalb des Angebotsbereichs (der bisherigen Vertriebshandlungen). Laut Botschaft zum Gesetzesentwurf soll dies nicht zuletzt auch der Regulierung der kollektiven Kapitalanlagen auf EU-Ebene entsprechen (vgl. Art. 14 UCITSD).²⁴⁶ Wie bisher handelt es sich bei den revKAG-Verhaltenspflichten um Treue-, Sorgfalts- und ex-post-Informationspflichten. Inwiefern diese jedoch weiterhin einen Doppelnormcharakter aufweisen, ist fraglich. Unter dem geltenden BEHG wurde der Doppelnormcharakter von Art. 20 aKAG in Analogie zu Art. 11 BEHG aufgrund deren Wertungs- und Steuerungskongruenz angenommen. Eine höchstrichterliche Rechtsprechung zum Doppelnormcharakter von Art. 20 aKAG fehlt bislang.²⁴⁷ Da nun Art. 11 BEHG in den FIDLEG-Verhaltensregeln, denen ausdrücklich kein Doppelnormcharakter zukommen soll, aufgegangen ist, ist mithin die Analogiegrundlage entfallen, sodass u.E. der Doppelnormcharakter von Art. 20 KAG verneint werden muss. Der Gesetzgeber hat sich bislang nicht dazu geäussert.

2. EU

[69] Auf der europäischen Ebene ist zwischen den Verhaltenspflichten nach MiFID II sowie den kollektivanlagenrechtlichen Verhaltenspflichten gemäss UCITSD/AIFMD zu unterscheiden.

[70] Die Verhaltenspflichten nach MiFID II finden Anwendung bei Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, die Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten erbringen,²⁴⁸ die sich auf Finanzinstrumente beziehen.²⁴⁹ Sie dürfen ihren Kunden auch Anteile an Organismen für kollektive Anlagen anbieten,²⁵⁰ was jedoch eine Zulassung dieser Organismen nach den entsprechenden Richtlinien (UCITSD und AIFMD) voraussetzt.²⁵¹ Die einzelnen Verhaltenspflichten der MiFID II

²⁴³ Art. 2 Abs. 1 revKAG.

²⁴⁴ Vgl. den Wortlaut von Art. 20 Abs. 1 revKAG: «Personen, die kollektive Kapitalanlagen verwalten, aufbewahren oder vertreten, sowie ihre Beauftragten erfüllen dabei insbesondere die folgenden Pflichten...».

²⁴⁵ Vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 9009 f.

²⁴⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 9010.

²⁴⁷ Vgl. dazu BAUMANN (FN 176), N 33 m.w.H.

²⁴⁸ Vgl. Abschnitt A Anhang I MiFID II.

²⁴⁹ Zur Übersicht über die erfassten Finanzinstrumente vgl. Abschnitt C Anhang I MiFID II.

²⁵⁰ Ziff. 3 Abschnitt C Anhang II MiFID II.

²⁵¹ Vgl. Erw. 9 AIFMD.

richten sich teilweise nach der jeweiligen Anlegerkategorie²⁵² und der im Einzelfall erbrachten Wertpapierdienstleistung.

[71] In inhaltlicher Sicht sind umfangreiche Informationspflichten vorgesehen. Dabei gilt der allgemeine Grundsatz, dass aktuellen und potentiellen Kunden rechtzeitig angemessene Informationen über die Wertpapierfirma, ihre Dienstleistungen, die Finanzinstrumente und die vorgeschlagenen Anlagestrategien, Ausführungsorte und sämtliche Kosten und Gebühren zur Verfügung zu stellen sind.²⁵³ Die Information muss der jeweiligen Kundenkategorie Rechnung tragen,^{254,255} d.h., in Abhängigkeit von der erbrachten Wertpapierdienstleistung besteht zudem grundsätzlich ein Verbot zur Entgegennahme von Entschädigungen Dritter (so im Rahmen der als unabhängig kommunizierten Anlageberatung und der Vermögensverwaltung).²⁵⁶ Wertpapierfirmen werden zudem bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung umfangreiche Explorationspflichten auferlegt (sog. Eignungsprüfung), d.h. die Pflicht, sich bei seinem Kunden nach dessen Anlagezielen und Risikobereitschaft, den finanziellen Verhältnissen und der Verlusttragfähigkeit sowie den Kenntnissen und Erfahrungen zu erkundigen.²⁵⁷ Die weniger umfangreiche Angemessenheitsprüfung, die auf die Erkundigung der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden hinausläuft, ist bei allen anderen Wertpapierdienstleistungen durchzuführen, unter anderem auch bei Execution-only-Geschäften.²⁵⁸ Der MiFID II-Rechtsrahmen statuiert schliesslich umfangreiche Dokumentations-, Aufzeichnungs- und Berichtspflichten, die gegenüber jeder Kundenkategorie einzuhalten sind.²⁵⁹

[72] Im Übrigen sehen sowohl die UCITSD als auch die AIFMD Wohlverhaltensregeln vor, die im Wortlaut beinahe identisch sind.²⁶⁰ Die Regelungen sind auf die erste Wertpapierdienstleistungsrichtlinie²⁶¹ aus dem Jahr 1993 zurückzuführen, deren Verhaltenspflichten zunächst durch die UCITSD III für Verwaltungsgesellschaften, die auch individuelle Wertpapierdienstleistungen erbringen durften, übernommen wurden.²⁶² Im Einzelnen handelt es sich dabei um Konkretisierungen der Treue- und Sorgfaltspflicht, die im Laufe der historischen Entwicklung einen or-

²⁵² Gleichwohl bestehen sie im Gegensatz zum FIDLEG-Ansatz grundsätzlich gegenüber jeder Kundenkategorie.

²⁵³ Art. 24 Abs. 4 S. 1 MiFID II. Eingehend zu besonderen Informationspflichten nach MiFID II und dem Vergleich mit dem FIDLEG Jutzi/Wess, Informationspflichten, (FN 230), 151 ff.

²⁵⁴ Art. 48 Abs. 1 VO (EU) 2017/565, ABl. L 87/1 vom 31. März 2017.

²⁵⁵ Besondere Informationspflichten bestehen zudem im Rahmen der Anlageberatung, insbesondere im Hinblick darauf, ob sie unabhängig oder provisionsbasiert erbracht wird (vgl. Art. 24 Abs. 4 lit. a MiFID II; eingehend dazu Jutzi/Wess, Informationspflichten, [FN 230], 153 ff. m.w.H.) und der Vermögensverwaltung (Art. 47 Abs. 3 VO [EU] 2017/565; vgl. dazu Jutzi/Wess, Informationspflichten, [FN 230], 157 f.).

²⁵⁶ Art. 24 Abs. 7 lit. b und Abs. 8 MiFID II. Eine Ausnahme besteht lediglich in Bezug auf kleinere von Dritten erhaltene nichtmonetäre Vorteile, welche die Servicequalität verbessern können und die von Art und Umfang her es nicht vermuten lassen, dass sie die Verpflichtung der Wertpapierfirma, im besten Kundeninteresse zu handeln, beeinträchtigen könnten. Auch im Rahmen anderer Wertpapierdienstleistungen, unter anderem bei Execution Only, ist die Entgegennahme von Entschädigungen durch Dritte eingeschränkt, vgl. Art. 24 Abs. 9 MiFID II; Art. 11 RL 2017/593/EU, ABl. L 87/500 vom 31. März 2017.

²⁵⁷ Art. 25 Abs. 2 MiFID II.

²⁵⁸ Art. 25 Abs. 3 MiFID II. Vgl. jedoch die Ausnahme nach Art. 25 Abs. 4 MiFID II in Bezug auf nichtkomplexe Finanzinstrumente im Rahmen der Execution-only-Geschäfte.

²⁵⁹ Art. 16 Abs. 6, Art. 25 Abs. 6 MiFID II i.V.m. Art. 59 ff. VO (EU) 2017/565. Vgl. dazu Jutzi/Wess, Informationspflichten (FN 230), 160 ff.

²⁶⁰ Vgl. Art. 14 Abs. 1 UCITSD und Art. 12 Abs. 1 AIFMD.

²⁶¹ RL 93/22/EWG, ABl. L 141/27 vom 11. Juni 1993.

²⁶² Erw. 10 RL 2001/107/EG, ABl. L 23/32 vom 25. Januar 2001; vgl. dazu AIFMD-BARAC (FN 99), Art. 12 N 1 ff.

organisatorischen Charakter angenommen haben.²⁶³ Als Generalanforderung wird verlangt, dass AIFM und die UCITS-Verwaltungsgesellschaften ihrer Tätigkeit ehrlich, sorgfältig, gewissenhaft, redlich und mit gebotener Sachkenntnis nachgehen.²⁶⁴ Gefordert wird zudem das Handeln im besten Interesse der Anleger und der Marktintegrität.²⁶⁵ Die hierfür erforderlichen Mittel und Verfahren sind bereitzuhalten und wirksam einzusetzen.²⁶⁶ Die einzelnen allgemeinen Anforderungen werden in weiteren AIFMD-Bestimmungen sowie in Art. 16 – 29 VO (EU) Nr. 231/2013²⁶⁷ sowie Art. 4 ff. RL (EU) 2019/43²⁶⁸ konkretisiert.

[73] Pro memoria²⁶⁹ sind die MiFID II-Verhaltenspflichten sowie ihre einzelnen Organisationsanforderungen für AIFM und UCITS-Verwaltungsgesellschaften massgebend, die eine zusätzliche Zulassung zur Erbringung von bestimmten Wertpapierdienstleistungen i.S. der MiFID II erhalten haben.²⁷⁰ Sie unterliegen nebst den Anforderungen an die Anfangskapitalausstattung von Wertpapierfirmen²⁷¹ den organisatorischen Vorkehrungen (einschliesslich Produktgenehmigungsverfahren und Aufzeichnungspflichten)²⁷² sowie den spezifischen Wohlverhaltensregeln nach Art. 24 MiFID II.²⁷³

3. Vergleich

[74] Der neue schweizerische Rechtsrahmen für Verhaltenspflichten betreffend kollektive Vermögensverwaltung lässt sich strukturell mit dem bestehenden europäischen Regime vergleichen. Zunächst sehen die UCITSD/AIFMD sowie Art. 20 revKAG Sorgfalts- und Treuepflichten vor, die generell an die Tätigkeit der kollektiven Vermögensverwaltung anknüpfen: So unterliegen dem Art. 20 Abs. 1 revKAG unter anderem «Personen, die kollektive Kapitalanlagen *verwalten*»²⁷⁴. Die Verhaltenspflichten von Art. 14 Abs. 1 UCITSD richten sich an *Verwaltungsgesellschaften*; die Einhaltung der Verhaltenspflichten nach Art. 12 Abs. 1 AIFMD ist eine der «Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit der AIFM»²⁷⁵, d.h. die *Verwaltung* der AIF²⁷⁶. Zusätzlich zu spezifischen kollektivanlagenrechtlichen Verhaltenspflichten statuieren das FIDLEG und die MiFID II Verhaltensvorgaben, die ausschliesslich den Point-of-Sale-Bereich abdecken und erst greifen, wenn eine Geschäftshandlung eine Finanz- bzw. Wertpapierdienstleistung darstellt.

²⁶³ JUTZI/WESS (FN 44), 501; AIFMD-BARAC (FN 99), Art. 12 N 13.

²⁶⁴ Art. 12 Abs. 1 lit. a AIFMD, Art. 14 Abs. 1 lit. a und b UCITSD.

²⁶⁵ Art. 12 Abs. 1 lit. b AIFMD, Art. 14 Abs. 1 lit. e UCITSD.

²⁶⁶ Art. 12 Abs. 1 lit. c AIFMD, Art. 14 Abs. 1 lit. c UCITSD.

²⁶⁷ ABl. L 83/1 vom 22. März 2013.

²⁶⁸ ABl. L 176/42 vom 10. Juli 2010.

²⁶⁹ Vgl. Art. 6 Abs. 4 AIFMD, Art. 6 Abs. 3 UCITSD.

²⁷⁰ Art. 6 Abs. 4 UCITSD; Art. 6 Abs. 6 AIFMD.

²⁷¹ Art. 15 MiFID II.

²⁷² Art. 16 MiFID II.

²⁷³ Art. 6 Abs. 4 UCITS IV, Art. 6 Abs. 6 AIFMD.

²⁷⁴ Es handelt sich m.a.W. um Fondsleitungen und Verwalter von Kollektivvermögen i.S. von Art. 32 ff. FINIG resp. Art. 24 ff. FINIG.

²⁷⁵ Vgl. den Titel des Kapitels III AIFMD.

²⁷⁶ Art. 4 Abs. 1 lit. b AIFMD.

[75] Die schweizerischen kollektivanlagenrechtlichen Verhaltenspflichten weisen infolge der expliziten Anlehnung des Art. 20 KAG an Art. 14 Abs. 1 UCITSD²⁷⁷ in inhaltlicher Hinsicht weitgehend Ähnlichkeiten auf, indem diese insbesondere organisatorische Anforderungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten sowie zur Gewährleistung der Best Execution festlegen. Bei den Informationspflichten hiezulande erfordert Art. 20 Abs. 1 lit. c revKAG einzig *ex-post*-Informationen und läuft im Ergebnis auf eine transparente Rechenschaftsablage, insbesondere über die Kosten und Gebühren hinaus. *Vorgängige* Informationspflichten sind zwar in Art. 48 f. FIDLEG in Form von Prospekten vorgesehen, gleichwohl besteht nach Art. 50 FIDLEG eine Befreiungsmöglichkeit, sofern sich die kollektive Kapitalanlage an qualifizierte Anleger richtet. Im Gegensatz dazu statuiert die AIFMD, die nur den Vertrieb an qualifizierte Anleger im Fokus hat, sowohl umfangreiche *ex-ante* als auch *ex-post*-Informationspflichten gegenüber (professionellen) Anlegern.²⁷⁸

[76] Im Hinblick auf die Verhaltenspflichten am Point of Sale besteht der wesentliche Unterschied – abgesehen von den differenzierten Ansätzen bei Anlageberatung, Entgegennahme von Entschädigungen durch Dritte, Angemessenheits- und Eignungsprüfung – darin, dass die MiFID-II-Verhaltenspflichten grundsätzlich gegenüber jeder Kundenkategorie einzuhalten sind; Verzichtsmöglichkeiten durch professionelle Kunden oder gar eine Unanwendbarkeit von bestimmten Verhaltenspflichten gegenüber institutionellen Anlegern, wie dies Art. 20 FIDLEG statuiert, sind nicht vorgesehen. Ebenfalls nicht vorgesehen ist eine dem Art. 10 Abs. 5 revKAG vergleichbare Vorschrift, nach der die Aufsichtsbehörde kollektive Kapitalanlagen, die ausschliesslich qualifizierten Anlegern zur Verfügung stehen, unter bestimmten Voraussetzungen ganz oder teilweise von bestimmten Vorschriften (sämtlicher) Finanzmarktgesetze befreien kann. Im Ergebnis gewährleisten die kollektivanlagenrechtlichen und die wertpapierdienstleistungsspezifischen Verhaltenspflichten der AIFMD/UCITSD sowie der MiFID II ein viel höheres Anlegerschutzniveau im Vergleich mit dem FIDLEG/revKAG-Rechtsrahmen hiezulande.

D. Publizitätspflichten

1. Schweiz

a. Allgemeine Neuerungen gemäss FIDLEG

[77] Bis zum Inkrafttreten des FIDLEG waren die schweizerischen Prospektspflichten uneinheitlich und lückenhaft geregelt.²⁷⁹ Verschiedene rechtliche Grundlagen bestanden für Aktienemissionen,²⁸⁰ bei der Ausgabe von Anleiheobligationen,²⁸¹ beim Vertrieb von kollektiven Kapital-

²⁷⁷ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 9010. Auch die AIFMD-Verhaltenspflichten wurden in Anlehnung an Art. 14 Abs. 1 UCITSD gestaltet.

²⁷⁸ Art. 22 f. AIFMD.

²⁷⁹ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8912; PATRICK SCHLEIFFER/PATRICK SCHÄRLI, Ausnahmen von der Prospektspflicht unter dem künftigen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 2018, 1 ff., 1 f.; BÖSCH, Schnittstellen (FN 169), 495.

²⁸⁰ Art. 652a aOR. Eingehend dazu THOMAS JUTZI, Unternehmenspublizität. Grundlinien einer rechtlichen Dogmatik zur Offenlegung von Unternehmensinformationen, Bern 2017 (zit.: Jutzi, Unternehmenspublizität), N 335 ff.

²⁸¹ Art. 1156 aOR.

anlagen²⁸² und strukturierten Produkten²⁸³ sowie bei der Zulassung von Finanzinstrumenten zur Börsenkotierung.²⁸⁴ Kritisiert wurde zudem das Abweichen von internationalen Standards.²⁸⁵ In Anlehnung an europäische Vorgaben²⁸⁶ wurden nun mit dem FIDLEG und seinen sektorenübergreifenden Regelungen einheitliche Prospektspflichten für alle in der Schweiz oder von der Schweiz aus angebotenen Effekten eingeführt.²⁸⁷ Prinzipiell gilt nun, dass jeder Anbieter, der in der Schweiz ein öffentliches Angebot²⁸⁸ zum Erwerb von Effekten unterbreitet oder wer um Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz ersucht, vorgängig einen Prospekt veröffentlichen muss.²⁸⁹ Die einzelnen gesetzlichen Vorgaben zum Prospekt (insbesondere betreffend Ausnahmen von der Prospektspflicht, Anforderungen an den Inhalt einschliesslich der Zusammenfassung, die Nachtragspflicht sowie die Prüfung des Prospekts) orientieren sich weitgehend an europäischen Vorgaben, auch wenn der Schweizer Rechtsrahmen teilweise liberaler ausgestaltet ist. Neben der Prospektspflicht für Effekten enthält das FIDLEG weiterhin auch Vorgaben zum Prospekt für kollektive Kapitalanlagen, die im Grundsatz weitgehend unverändert aus dem aKAG überführt wurden.^{290,291}

[78] Weiterhin wurde mit dem FIDLEG die Verpflichtung zur Erstellung einer kurzen Produktdokumentation eingeführt. Es handelt sich um die Erstellung eines Basisinformationsblatts, sofern ein Finanzinstrument Privatkunden angeboten werden soll.²⁹² Dadurch soll eine weitere Anlehnung an das EU-Recht, namentlich die sog. PRIIP-VO,²⁹³ verwirklicht werden, ohne «diese indes

²⁸² Art. 75 ff. aKAG. Eingehend zu den bisherigen kollektivanlagerechtlichen Prospektspflichten JUTZI/SCHÄREN (FN 40), N 239 ff., N 333, N 536 ff., N 641.

²⁸³ Art. 5 aKAG.

²⁸⁴ Art. 35 FINFRAG; eingehend dazu JUTZI, Unternehmenspublizität (FN 280), N 573 ff.

²⁸⁵ MIRJAM EGGEN, Die schweizerische Prospektspflicht für Effekten – eine vergleichende Untersuchung der bestehenden Rechtslage, in: SZW 2010, S. 203 ff., 203.

²⁸⁶ Vgl. dazu nachfolgenden Abschnitt III.D.2.; JUTZI, Unternehmenspublizität (FN 280), N 589 f.; SPILLMANN/GIGER (FN 138), 183.

²⁸⁷ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8970; SPILLMANN/GIGER (FN 138), 184 ff.

²⁸⁸ Zum Begriff des Angebots und des öffentlichen Angebots vgl. oben, III.A.1.a. Zum öffentlichen Angebot als Auslöser der Prospektspflicht vgl. SPILLMANN/GIGER (FN 138), 184; BÖSCH, Schnittstellen (FN 169), 498; RENÉ BÖSCH, Das neue Schweizer Prospektrecht gemäss E-FIDLEG – eine Bestandesaufnahme und erste Würdigung, ZSR 2016, 81 ff. (zit. BÖSCH, Bestandesaufnahme), 88 f.

²⁸⁹ Art. 35 Abs. 1 FIDLEG. Von dieser grundsätzlichen Pflicht bestehen – analog zum europäischen Recht (vgl. dazu unten, Abschnitt III.D.2.d.) – mehrere Ausnahmen. Sie ergeben sich insbesondere aus der Art des Angebots (Art. 36 FIDLEG), der Art der Effekten (Art. 37 FIDLEG) und aus der Zulassung zum Handel (Art. 38 FIDLEG). Zu den Ausnahmen von der Prospektspflicht vgl. ANDREAS BOHRER/CHRISTIAN REHM/ERIC HUGGENBERGER/DIRK SPIEGEL/MARINO VOLLENWEIDER, Finanzmarktrecht Entwicklungen 2018, Bern 2019, 37 ff. (zit. BOHRER/REHM/HUGGENBERGER at al.); BÖSCH, Bestandesaufnahme (FN 288), 89 ff.; JUTZI, Unternehmenspublizität (FN 280), N 360 und 590; SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 279), 2 ff.; SPILLMANN/GIGER (FN 138), 191 ff.

²⁹⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8980; SPILLMANN/GIGER (FN 138), 183 f.

²⁹¹ Die Prospektspflichten für kollektive Kapitalanlagen finden sich – systematisch etwas unsauber – im FIDLEG-Kapitel mit dem Titel «Prospektpflicht für Effekten», was implizieren würde, dass insbesondere Regelungen zu Ausnahmen von der Prospektspflicht (Art. 36 – 38 FIDLEG), Vorgaben an den Inhalt (Art. 40 – 46 FIDLEG) und zu Erleichterungen (Art. 47 FIDLEG) auch auf kollektivanlagenrechtliche Prospekte Anwendung finden sollen. Dies ist u.E. nur dann der Fall, wenn Anteile an einer kollektiven Kapitalanlage als Effekten zu qualifizieren sind, d.h. insbesondere, wenn sie ihrerseits in forderungsrechtliche oder in beteiligungsrechtliche Effekten investieren (vgl. BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt [Hrsg.], Basler Kommentar Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis}, 305^{ter} Strafgesetzbuch, Basel 2011, Art. 2 lit. a – c BEHG N 169). Im Übrigen werden in Art. 48 – 50 FIDLEG sowie in den sie ausführenden Regelungen der FIDLEG die kollektivanlagenrechtlichen Prospektspflichten abschliessend geregelt.

²⁹² Art. 58 ff. FIDLEG.

²⁹³ VO (EU) Nr. 1286/2014, ABl. L 352/1 vom 9. Dezember 2014; zum Basisinformationsblatt gemäss der PRIIP-VO vgl. Abschnitt III.2.c.

unbesehen zu übernehmen».²⁹⁴ Die Pflicht zur Erstellung, Zurverfügungstellung und gegebenenfalls Veröffentlichung²⁹⁵ eines Basisinformationsblatts besteht unabhängig bzw. parallel zur Prospektpflicht²⁹⁶ und ist bereits aus dem bisherigen Kollektivanlagenrecht bekannt.²⁹⁷

[79] Es sind zwei Ebenen zu unterscheiden: Zunächst obliegt den Erstellern von Produkten die *Erstellung* eines Basisinformationsblatts, sofern ein Finanzinstrument der Privatkundschaft angeboten werden soll.²⁹⁸ Weiterhin sind Finanzdienstleister zur *Zurverfügungstellung* eines Basisinformationsblatts verpflichtet, sofern sie die entsprechenden Finanzinstrumente Privatkunden persönlich empfehlen, d.h., wenn sie eine Anlageberatung i.S. von Art. 3 Abs. 1 lit. c Ziff. 4 FIDLEG erbringen.²⁹⁹ In sachlicher Hinsicht betrifft die Verpflichtung zur Erstellung/Vorlage von Basisinformationsblättern komplexere Finanzinstrumente.³⁰⁰ Dadurch soll dem Anleger eine fundierte Anlageentscheidung und der Vergleich verschiedener Finanzinstrumente ermöglicht werden.³⁰¹ Privatkunden sollen auf diesem Weg die erforderlichen Informationen erhalten, die sie benötigen, um als «mündige» und «selbstverantwortliche» Anleger gelten zu können.³⁰² Das Basisinformationsblatt muss sich daher dem Anspruch der leichten Verständlichkeit stellen³⁰³ und sich als eigenständiges Dokument von den Werbematerialien deutlich unterscheiden.³⁰⁴

b. Kollektivanlagenrechtliche Publizitätspflichten

i. Prospektspflichten

[80] Bis Ende 2019 waren Prospektvorschriften für offene kollektive Kapitalanlagen in Art. 75 aKAG normiert, während für die KmGK Art. 102 Abs. 3 aKAG und für die SICAF Art. 116 aKAG, der wiederum auf Art. 75 aKAG zurückverwies, massgebend waren. Nach Art. 76 aKAG war zu-

²⁹⁴ EFD, Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV) Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationsverordnung (AOV), Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens vom 24. Oktober 2018 (zit.: EFD, Erl.Bericht FIDLEV/FINIV/AOV), 10.

²⁹⁵ Zur Veröffentlichung vgl. Art. 66 FIDLEG.

²⁹⁶ Ein Emittent, der im Rahmen eines öffentlichen Angebots von einer Ausnahme von der Prospektpflicht profitieren kann, ist daher nicht ohne weiteres von der Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts befreit, vgl. SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 279), 8.

²⁹⁷ Art. 76 aKAG.

²⁹⁸ Art. 58 Abs. 1 FIDLEG. Nach Art. 58 Abs. 3 FIDLEG kann der Bundesrat qualifizierte Dritte bezeichnen, denen die Erstellung des Basisinformationsblatts übertragen werden kann. Die Verantwortlichkeit für die Richtigkeit und die Vollständigkeit der Angaben bleibt aber auch bei Übertragung weiterhin bei den Produkterstellern. Nach Art. 84 Abs. 1 FIDLEV gelten als qualifizierte Dritte Personen, die eine fachgerechte Erstellung des Basisinformationsblatts gewährleisten können.

²⁹⁹ Art. 8 Abs. 3 FIDLEG. Dürfen Finanzinstrumente von Privatkunden ausschliesslich im Rahmen eines Vermögensverwaltungsvertrags erworben werden, so muss für solche Finanzinstrumente kein Basisinformationsblatt erstellt und dementsprechend auch nicht zur Verfügung gestellt werden (Art. 58 Abs. 2 FIDLEG). Nach Art. 83 FIDLEV muss ein solcher Vermögensverwaltungsvertrag schriftlich oder in einer anderen, den Nachweis durch Text ermöglichenden Form abgeschlossen werden sowie ein Entgelt vorsehen. Zudem ist eine Zurverfügungstellung vom Basisinformationsblatt im Rahmen von Execution-only-Geschäften nicht erforderlich, es sei denn, für die betroffenen Finanzinstrumente existiert bereits ein Basisinformationsblatt (Art. 8 Abs. 4 FIDLEG).

³⁰⁰ Vgl. EFD, Erl.Bericht FIDLEV/FINIV/AOV (FN 294), 7.

³⁰¹ Art. 60 Abs. 1 FIDLEG; EFD, Erl.Bericht FIDLEV/FINIV/AOV (FN 294), 7 f.; RAINER BAISCH, Basisinformationsblatt: Gute Produktinformation oder «Bett des Prokrustes»? in: Mirina Grosz/Serina Grünwald (Hrsg.), Recht und Wandel. Festschrift für Rolf H. Weber, Zürich 2016, 295 ff., 300.

³⁰² Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8985; SCHLEIFFER/SCHÄRLI (FN 289), 7 f. Dies bedeutet, dass davon ausgegangen wird, dass die Mündigkeit erst durch das Basisinformationsblatt sichergestellt werden kann, vgl. BAISCH (FN 301), 301.

³⁰³ Zu den Anforderungen an Inhalt, Sprache und Gestaltung vgl. Art. 88 ff. FIDLEV.

³⁰⁴ Art. 61 FIDLEG.

dem für Immobilienfonds ein vereinfachter Prospekt und für Effektenfonds sowie übrige Fonds für traditionelle Anlagen ein Dokument mit «Wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger» (Key Investor Information Document oder KIID) zu veröffentlichen. Mit Inkrafttreten des neuen Prospektrechts im FIDLEG sind die genannten Prospektpflichten ersatzlos aus dem KAG gestrichen worden.³⁰⁵ Die Verpflichtung zur Erstellung eines Prospekts für sämtliche (i.e. offene und geschlossene) kollektive Kapitalanlagen gilt grundsätzlich auch mit FIDLEG weiterhin.³⁰⁶ Nach wie vor kann jedoch die FINMA kollektive Kapitalanlagen ganz oder teilweise von Prospektpflichten befreien, sofern sie ausschliesslich qualifizierten Anlegern i.S. von Art. 10 Abs. 3 und 3^{ter} KAG offenstehen und der Schutzzweck des Gesetzes dadurch nicht beeinträchtigt wird.³⁰⁷

[81] In inhaltlicher Sicht brachte die Überführung der kollektivanlagenrechtlichen Prospektpflichten ins FIDLEG keine Neuerungen mit sich. So enthält der Prospekt des vertraglichen Anlagefonds weiterhin das Fondsreglement, sofern den interessierten Personen nicht mitgeteilt wird, wo dieses vor Vertragsschluss bzw. Zeichnung bezogen werden kann.³⁰⁸ Der Prospekt einer KmGK hat die im Gesellschaftsvertrag enthaltenen Angaben aufzuführen,³⁰⁹ wobei das FIDLEG konsequenterweise in einer eigenständigen Norm festlegt, dass KmGK überhaupt zu einer Prospekterstellung verpflichtet sind.³¹⁰ Der Inhalt des Prospekts der SICAF richtet sich, wie im «alten» Recht, nach der Prospektregelung für offene kollektive Kapitalanlagen.³¹¹ Im Übrigen ist ausschliesslich Anhang 6 FIDLEV für den Inhalt des Prospekts einer kollektiven Kapitalanlage massgeblich;³¹² bis auf die graphische Darstellung/Gliederung³¹³ sowie das Ersetzen des Vertriebsbegriffs durch den Angebotsbegriff einschliesslich damit verbundener Anpassungen³¹⁴ entspricht Anhang 6 FIDLEV dem bisherigen Anhang 1 aKKV.

[82] Nach wie vor müssen Prospekte einschliesslich der Änderungen unverzüglich bei der FINMA eingereicht werden,³¹⁵ wenn sie auch weiterhin keiner spezifischen Prüfungspflicht unterliegen.³¹⁶ Anders als der Verweis von Art. 65 Abs. 2 auf Art. 64 Abs. 6 FIDLEG suggeriert, muss ein Prospekt für kollektive Kapitalanlagen weiterhin stets in einem einzigen Dokument abgefasst werden.³¹⁷ Der Prospekt ist spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots zu ver-

³⁰⁵ Die Anpassung wurde in der neuen KKV nicht nahtlos berücksichtigt. Namentlich verblieb dort Art. 85 KKV, der auf Art. 75 KAG verweist, der nicht mehr existiert. Es dürfte sich hierbei um ein Versehen des Ordnungsgebers handeln.

³⁰⁶ Art. 48 f. FIDLEG.

³⁰⁷ Art. 50 FIDLEG; zuvor: Art. 10 Abs. 5 lit. b aKAG.

³⁰⁸ Art. 48 Abs. 2 FIDLEG; Art. 75 Abs. 2 aKAG.

³⁰⁹ Art. 49 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 102 Abs. 1 lit. h KAG; Art. 102 Abs. 3 i.V.m. Art. 102 Abs. 1 lit. h aKAG.

³¹⁰ Art. 49 Abs. 1 FIDLEG.

³¹¹ Art. 49 Abs. 3 i.V.m. Art. 48 FIDLEG; Art. 116 i.V.m. Art. 75 und 77 aKAG.

³¹² Art. 50 Abs. 1 S. 2 FIDLEV.

³¹³ So erhielt Ziff. 1.12 des Anhanges 6 FIDLEV einen separaten Titel «Angaben über Vergütungen, Kosten und Gebühren» und wurde zudem untergliedert; ausserdem wurden die einzelnen Hauptgliederungspunkte des Anhanges 6 FIDLEV fett markiert, was insgesamt für mehr Übersichtlichkeit sorgte.

³¹⁴ Die altrechtlichen Vertriebssträger heissen nun «die mit dem Anbieten beauftragten Dienstleister» (vgl. Ziff. 1.12. lit. a Anhang 6 FIDLEV; vgl. zudem Ziff. 5 Anhang 6 FIDLEV, wo von *angebotenen* Anteilen die Rede ist).

³¹⁵ Art. 48 Abs. 4 FIDLEG; Art. 77 Abs. 2 aKAG, Art. 116 i.V.m. Art. 77 Abs. 2 aKAG.

³¹⁶ Art. 51 Abs. 3 FIDLEG.

³¹⁷ Art. 93 Abs. 2 FIDLEV; vgl. dazu EFD, Erläuterungen vom 6. November 2019 (FN 126), 64 (wo das EFD jedoch fehlerhafterweise von Art. 64 Abs. 5 FIDLEG spricht).

öffentlichen,³¹⁸ was auch elektronisch erfolgen kann.³¹⁹ In diesem Fall muss dem Kunden auf Anfrage hin eine kostenlose Papierversion zur Verfügung gestellt werden.³²⁰

ii. Basisinformationsblatt

[83] Mit dem neuen FIDLEG-Prospektregime entfallen schliesslich auch Vorgaben zu den «Wesentlichen Informationen» und dem vereinfachten Prospekt aus dem KAG, die in den FIDLEG-Regelungen zum Basisinformationsblatt aufgehen.³²¹ Bereits die aKAG-Anforderungen an die Gestaltung und den Inhalt wesentlicher Anlegerinformationen³²² orientierten sich an europäischen Vorschriften, namentlich dem KIID der UCITS.³²³ Aufgrund der Fortsetzung des europäischen Trends zur einfacheren und vergleichbaren Produktinformation sowie der Einführung des Basisinformationsblatts für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger sowie Versicherungsanlageprodukte durch die PRIIP-VO stellte letztere den massgeblichen Orientierungspunkt für die entsprechende Regelung hierzulande dar.³²⁴

[84] In inhaltlicher Sicht muss ein Basisinformationsblatt den Namen des Finanzinstruments und die Identität des Erstellers enthalten;³²⁵ dadurch soll am Point of Sale Klarheit darüber bestehen, ob der Produkthanbieter zugleich der Produktersteller ist.³²⁶ Weiterhin sind ins Basisinformationsblatt Angaben zu den Eigenschaften des Produkts aufzunehmen, d.h. zu Art und Merkmalen des Produkts,³²⁷ zu seinem Risiko- und Renditeprofil einschliesslich der Verlustmöglichkeiten³²⁸ sowie Informationen zu den Kosten des Finanzinstruments.³²⁹ Zu erläutern sind überdies seine Mindesthaltedauer und die Handelbarkeit,³³⁰ wobei insbesondere auf allfällige Einschränkungen und Nachteile bei der Rückgabe des Produkts einzugehen ist.³³¹ Schliesslich muss das Basisinformationsblatt Informationen zu den mit dem Finanzinstrument verbundenen Bewilligungen und Genehmigungen enthalten.³³² Es handelt sich dabei um Angaben zu eventuellen Genehmigungspflichten für Produkte sowie Angaben zum Aufsichtsstatus des Produkts, des Erstellers oder des Garanten.³³³ Die einzelnen ins Basisinformationsblatt aufzunehmenden Informationen – namentlich zur Art, zum Risikoprofil und zu den Kosten des Produkts sowie zur Mindesthaltedauer und der vorzeitigen Auflösung der Anlage – werden im Anhang 9 zur FIDLEG konkretisiert.

³¹⁸ Art. 65 Abs. 1 FIDLEG.

³¹⁹ Art. 65 Abs. 2 i.V.m. Art. 64 Abs. 3 lit. c und d FIDLEG.

³²⁰ Art. 65 Abs. 2 i.V.m. Art. 64 Abs. 4 FIDLEG.

³²¹ Vgl. dazu bereits Abschnitt III.D.1.a sowie nachfolgend unter Abschnitt III.D.2.c.

³²² Art. 107a Abs. 1 i.V.m. Anhang 3 aKKV.

³²³ Vgl. BSK KAG-WEBER (FN 88), Art. 76 N 12 und N 26.

³²⁴ EFD, Erl.Bericht FIDLEG/FINIV/AOV (FN 294), 59; Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8934, 8984.

³²⁵ Art. 60 Abs. 2 lit. a FIDLEG.

³²⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8988.

³²⁷ Art. 60 Abs. 2 lit. b FIDLEG.

³²⁸ Art. 60 Abs. 2 lit. c FIDLEG. Gemäss Botschaft FIDLEG/FINIG ist dabei unter anderem anzugeben, wie die Wertentwicklung des Produkts beeinflusst wird, ebenso sind die Kurs-, Emittenten- und Fremdwährungsrisiken offenzulegen, vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8988.

³²⁹ Art. 60 Abs. 2 lit. d FIDLEG.

³³⁰ Art. 60 Abs. 2 lit. e FIDLEG.

³³¹ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8988.

³³² Art. 60 Abs. 2 lit. f FIDLEG.

³³³ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8988.

Vorwegzunehmen ist, dass trotz der Anlehnung an die europäischen Vorschriften die FIDLEV bewusst vereinzelte Abweichungen enthält: So ist beispielsweise bei der Darstellung des Risikoprofils die Angabe eines Risikoindicators nicht zwingend; vielmehr kann das Risikoprofil des Produkts auch generisch umschrieben werden.³³⁴ Bei der Darstellung der Performance-Szenarien kann ausserdem auf die Darstellung eines Stressszenarios verzichtet werden.³³⁵ Schliesslich werden keine konkreten Vorgaben zur Berechnung der Kosten sowie der Performanceszenarien festgelegt, da deren Erarbeitung vielmehr der Branche überlassen wird.³³⁶

[85] Für die Gestaltung des Basisinformationsblatts gibt die FIDLEV ein einheitliches Format vor, wobei sich die Ersteller an die in der Mustervorlage vorgesehene Reihenfolge und Überschriften der Abschnitte strikt zu halten haben.³³⁷ Der Umfang ist – ähnlich wie nach altem Recht – auf drei gedruckte DIN-A4-Seiten beschränkt.³³⁸ Das Basisinformationsblatt unterliegt keiner Prüfungspflicht durch die FINMA; dies, weil es ohnehin nur in stark verkürzter Form die Informationen wiedergibt, die im geprüften Prospekt enthalten sind.³³⁹ Gleichwohl ist das Basisinformationsblatt für kollektive Kapitalanlagen einschliesslich seiner Änderungen unverzüglich bei der FINMA einzureichen.³⁴⁰ Die Angaben im Basisinformationsblatt sind durch den Ersteller regelmässig zu überprüfen und, soweit sich wesentliche Änderungen ergeben, anzupassen.³⁴¹ Nach Art. 91 Abs. 1 FIDLEV soll die Überprüfung mindestens einmal im Jahr erfolgen, solange das Finanzinstrument Privatkunden angeboten wird. Das Basisinformationsblatt ist Privatkunden kostenlos vor der Zeichnung oder dem Vertragsabschluss zur Verfügung zu stellen bzw. (gemäss der Formulierung der Botschaft FIDLEG/FINIG) aktiv abzugeben.³⁴² Die Abgabe soll zeitlich dergestalt erfolgen, dass der Kunde noch vor seinem Kaufentscheid in jedem Fall ausreichend Zeit hat, es zu lesen und es zu verstehen.³⁴³ Nach Vertragsschluss darf das Basisinformationsblatt nur vorgelegt werden, wenn eine Beratung unter Abwesenden erfolgt ist.³⁴⁴ Eine solche bedarf der Zustimmung des Kunden, wobei der Finanzdienstleister diese Zustimmung zu dokumentieren hat.³⁴⁵

[86] Schliesslich ist auf die neue Möglichkeit hinzuweisen, nach ausländischem Recht erstellte Dokumente anstelle des schweizerischen Basisinformationsblatts zu verwenden, sofern diese dem Basisinformationsblatt gleichwertig sind.³⁴⁶ Ausdrücklich als gleichwertig anerkannt sind bisher nach der PRIIP-VO erstellte Basisinformationsblätter.³⁴⁷

³³⁴ Ziff. 4.1. f. Anhang 9 FIDLEV.

³³⁵ Ziff. 4.3.2. Anhang 9 FIDLEV.

³³⁶ EFD, Erl.Bericht FIDLEV/FINIV/AOV (FN 294), 77.

³³⁷ Keine Vorgaben bestehen hingegen in Bezug auf die Reihenfolge der Angaben innerhalb der einzelnen Abschnitte und deren Länge, die Anordnung der Seitenumbrüche sowie die Schriftart und -grösse, vgl. Art. 88 Abs. 1 i.V.m. Ziff. 1.1 f. Anhang 9 FIDLEV.

³³⁸ Anhang Ziff. 1.4 9 FIDLEV; Ziff. 7.1 Anhang 3 aKKV.

³³⁹ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8981.

³⁴⁰ Vgl. Art. 91 Abs. 2 FIDLEV, der die Regelung von Art. 77 Abs. 2 aKAG übernimmt.

³⁴¹ Art. 62 Abs. 1 FIDLEG.

³⁴² Art. 9 Abs. 2 S. 1 FIDLEG; Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8955. Das Basisinformationsblatt kann auch elektronisch zur Verfügung gestellt werden, vgl. Art. 12 FIDLEV.

³⁴³ Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8955.

³⁴⁴ Art. 9 Abs. 2 S. 2 FIDLEG.

³⁴⁵ Art. 9 Abs. 2 S. 2 und 3 FIDLEG.

³⁴⁶ Art. 59 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 87 FIDLEV i.V.m. Anhang 10 FIDLEV.

³⁴⁷ Anhang 10 Ziff. 1 FIDLEV.

2. EU

[87] Anlegerinformationen und Publizitätspflichten stellen einen bedeutsamen Regulierungsgegenstand des europäischen Finanzmarktrechts im Allgemeinen und des Kollektivanlagenrechts im Besonderen dar. Die Festlegung von umfassenden Informations- und Offenlegungspflichten gehörte zum zentralen Regelungsbereich vor allem der AIFMD und stellte die Branche bei deren Einführung vor grosse Herausforderungen.³⁴⁸ Neben der AIFMD bilden die UCITSD, die Prospekt-VO³⁴⁹ sowie die PRIIP-VO die massgeblichen kollektivanlagenrechtlichen Rechtsquellen in Bezug auf die Anlegerinformationen.

a. UCITSD

[88] Die UCITSD statuiert umfangreiche vorvertragliche standardisierte Informationspflichten, die von freiwilligen Marketing-Anzeigen zu unterscheiden sind.³⁵⁰

[89] Die Investmentgesellschaft und die Verwaltungsgesellschaft müssen neben eines Jahres- und Halbjahresberichts für jeden durch sie verwalteten Investmentfonds einen Prospekt veröffentlichen.³⁵¹ Dieser muss mindestens die Angaben enthalten, die für die Anleger zur Bildung eines fundierten Urteils über die Anlage und die damit verbundenen Risiken notwendig sind.³⁵² Insbesondere muss darin das Risikoprofil des Fonds eindeutig und leicht verständlich erläutert sein.³⁵³ Weiterhin muss ein Prospekt Angaben zu Kategorien der Anlageinstrumente, in die der UCITS investieren darf, den damit verbundenen Besonderheiten³⁵⁴ sowie schliesslich mindestens die Angaben gemäss Schema A des Anhanges I UCITSD enthalten.³⁵⁵ Der Prospekt ist neben den Jahres- und Halbjahresberichten den zuständigen Aufsichtsbehörden zu übermitteln,³⁵⁶ eine Prüfung findet jedoch nicht statt. Die Vorlage an die Anleger erfolgt nur auf Anfrage hin.³⁵⁷

[90] Mit der UCITSD wurden die Vorgaben zum vereinfachten Prospekt der UCITSD III durch die wesentlichen Informationen für den Anleger (KIID) abgelöst.³⁵⁸ Ein KIID soll in inhaltlicher Hinsicht ausschliesslich Angaben enthalten, die für eine fundierte Anlageentscheidung wesentlich sind.³⁵⁹ Insbesondere soll ein KIID den Anleger in die Lage versetzen, Merkmale, Art und Risiken des angebotenen Produkts zu verstehen.³⁶⁰ Zur besseren Vergleichbarkeit und damit der Erhöhung des Anlegerschutzes wurden die Vorgaben zur Gestaltung des KIID (insbesondere in Bezug auf Inhalt, Sprache und Präsentation sowie Länge) auf der EU-Ebene vollständig harmoni-

³⁴⁸ Vgl. JUTZI/WESS (FN 44), 514 m.w.H.

³⁴⁹ VO (EU) 2017/1129, ABl. L 168/12 vom 30. Juni 2017.

³⁵⁰ Vgl. Erw. 58 UCITSD. Auch wenn Marketing-Anzeigen einen freiwilligen Charakter haben, stellt Art. 77 UCITSD an ihren Inhalt besondere Anforderungen.

³⁵¹ Art. 68 Abs. 1 UCITSD.

³⁵² Art. 69 Abs. 1 Unterabs. 1 UCITSD.

³⁵³ Art. 69 Abs. 1 Unterabs. 2 UCITSD.

³⁵⁴ Art. 70 UCITSD.

³⁵⁵ Art. 69 Abs. 2 UCITSD.

³⁵⁶ Art. 74 UCITSD.

³⁵⁷ Art. 75 Abs. 1 UCITSD V. Zu den Modalitäten der Zurverfügungstellung vgl. Art. 75 Abs. 2 – 3 UCITSD und Art. 38 VO (EU) Nr. 583/2010.

³⁵⁸ Art. 78 ff. UCITSD.

³⁵⁹ Erw. 59 UCITSD.

³⁶⁰ Art. 78 Abs. 2 UCITSD.

siert³⁶¹ und finden sich in VO (EU) Nr. 583/2010.³⁶² Ein KIID stellt ein eigenständiges (maximal) zweiseitiges³⁶³ Dokument dar, das in einer bestimmten Abfolge und in einer einfachen, verständlichen Sprache³⁶⁴ unter anderem das Risiko- und Ertragsprofil,³⁶⁵ die Kosten³⁶⁶ sowie die frühere Wertentwicklung³⁶⁷ des UCITS beschreibt. Die wesentlichen Informationen sind den Anlegern kostenlos zur Verfügung zu stellen;³⁶⁸ zusätzlich sind sie den zuständigen Aufsichtsbehörden des Herkunftsmitgliedstaates zu übermitteln.³⁶⁹

b. AIFMD

[91] Im Gegensatz zur UCITSD regelt die AIFMD keinen Publikumsvertrieb; sie fokussiert sich ausschliesslich auf den Vertrieb an professionelle Anleger. Entsprechend enthält sie keine Verpflichtung der AIFM, Anlegern standardisierte Informationen vorzulegen. Insbesondere besteht grundsätzlich auch keine Prospektpflicht.³⁷⁰ Gleichwohl unterliegen AIFM umfangreichen vorvertraglichen Informationspflichten gemäss den jeweiligen Vertragsbedingungen oder Satzungen der AIF.³⁷¹ Die Investoreninformation kann auch auf diskretionäre Weise erfolgen.³⁷²

[92] In inhaltlicher Hinsicht³⁷³ beziehen sich die Informationen insbesondere auf Angaben über die Anlagestrategie und die Ziele des AIF, eingesetzte Techniken, damit zusammenhängende Risiken sowie auf Angaben zum Einsatz der Hebelfinanzierung.³⁷⁴ Entsprechend muss auch das Verfahren zur Änderung der Anlagestrategie und der Anlagetechniken beschrieben werden.³⁷⁵ Aufzuklären ist über die Identität der wichtigsten mit der Verwaltung des AIF betrauten Institutionen (in etwa AIFM, Verwahrstelle, Primebroker)³⁷⁶ sowie über eine Auslagerung übertragener Verwaltungsfunktionen inklusive der Bezeichnung des Beauftragten sowie sämtlicher Interessenkonflikte, die sich aus der Aufgabenübertragung ergeben könnten.³⁷⁷ Weiterhin sind Bewertungsverfahren des AIF,³⁷⁸ Liquiditätsrisikomanagement einschliesslich der Rücknahmebestimmungen³⁷⁹ sowie sämtliche Entgelte, Gebühren und sonstige Kosten unter Angabe der

³⁶¹ Erw. 59 UCITSD.

³⁶² ABl. L 176/1 vom 10. Juli 2010.

³⁶³ Art. 6 VO (EU) Nr. 583/2010.

³⁶⁴ Art. 5 VO (EU) Nr. 583/2010.

³⁶⁵ Vgl. Art. 8 f. VO (EU) Nr. 583/2010.

³⁶⁶ Art. 10 ff. UCITSD.

³⁶⁷ Vgl. Art. 15 ff. VO (EU) Nr. 583/2010.

³⁶⁸ Art. 80 Abs. 3 VO (EU) Nr. 583/2010. Sofern der Vertrieb über Finanzintermediäre erfolgt, sind ihnen die wesentlichen Informationen auf Antrag zur Verfügung zu stellen, vgl. Art. 80 Abs. 2 VO (EU) Nr. 583/2010.

³⁶⁹ Art. 82 Abs. 1 UCITSD.

³⁷⁰ Vgl. Art. 23 Abs. 3 AIFMD.

³⁷¹ Art. 23 Abs. 1 AIFMD. Vgl. ZETZSCHE/ECKNER, in: Zetzsche (FN 28), 395 m.w.H.

³⁷² AIFMD-DORNSEIFER (FN 99), Art. 23 N 9.

³⁷³ Vgl. dazu TANCREDI (FN 101), 155; ausführlich zu einzelnen inhaltlichen Vorgaben vgl. AIFMD-DORNSEIFER (FN 99), Art. 23 N 18 ff.; ZETZSCHE/ECKNER, in: Zetzsche (FN 28), 392 ff.

³⁷⁴ Art. 23 Abs. 1 lit. a AIFMD.

³⁷⁵ Art. 23 Abs. 1 lit. b AIFMD.

³⁷⁶ Art. 23 Abs. 1 lit. d AIFMD.

³⁷⁷ Art. 23 Abs. 1 lit. f AIFMD.

³⁷⁸ Art. 23 Abs. 1 lit. g AIFMD.

³⁷⁹ Art. 23 Abs. 1 lit. h AIFMD.

jeweiligen Höchstbeträge, die von den Anlegern mittel- oder unmittelbar getragen werden,³⁸⁰ zu beschreiben. Ferner ist die Art und Weise der Gewährleistung der fairen Behandlung der Anleger sowie allfällige Vorzugsbehandlungen bzw. Ansprüche auf eine solche darzulegen.³⁸¹ Schliesslich ist der letzte Jahresbericht zur Verfügung zu stellen;³⁸² im Gegensatz zur Offenlegung des Jahresberichts nach Art. 22 AIFMD erfolgt die Vorlage vor der Anteilszeichnung nicht «auf Anfrage», sondern in jedem Fall. Vor der Tätigkeit der Anlage sind die Anleger überdies über eine allfällige Haftungsbefreiungsvereinbarung mit der Verwahrstelle zu unterrichten.³⁸³ Sofern EU-Mitgliedstaaten das ihnen durch Art. 43 AIFMD zugestandene Ermessen ausüben und AIFM den Vertrieb von Anteilen an von ihnen verwalteten AIF an Kleinanleger gestatten, können sie AIFM strengeren Auflagen unterwerfen als jenen, die für AIF gelten, die in ihrem Hoheitsgebiet gemäss der AIFMD an professionelle Anleger vertrieben werden.³⁸⁴ Einheitlichen Informationspflichten werden solche an Kleinanleger vertreibende AIFM im Hinblick auf die Veröffentlichung eines Basisinformationsblatts nach der PRIIP-VO unterliegen, da AIFM in der Regel als PRIIP-Hersteller³⁸⁵ anzusehen sind.³⁸⁶ Auch werden AIFM im Falle von (geschlossenen) Kleinanleger-AIF einen Prospekt nach der Prospekt-VO veröffentlichen müssen.³⁸⁷

c. Basisinformationsblatt

[93] Die FIDLEG-Bestimmungen zum Basisinformationsblatt sowie die Regelungen der FIDLEV sind den europäischen Regelungen in der PRIIP-VO (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) nachgebildet,³⁸⁸ welche die in der MiFID II sowie in der Richtlinie über den Versicherungsvertrieb³⁸⁹ enthaltenen Massnahmen im Bereich des Vertriebs ergänzt³⁹⁰ und seit dem 31. Dezember 2017 in den Mitgliedstaaten direkt anwendbar ist. Das Basisinformationsblatt nach PRIIP-VO stellt nach der Vorstellung des europäischen Gesetzgebers ein wichtiges Instrument des Anlegerschutzes und eine Voraussetzung für die Wiederherstellung des Vertrauens von Kleinanlegern in den Finanzmarkt dar. Insbesondere sollte das Basisinformationsblatt die durch die UCITSD eingeführte Tendenz zur Versorgung der Anleger mit wesentlichen Informationen fortsetzen.³⁹¹

³⁸⁰ Art. 23 Abs. 1 lit. i AIFMD.

³⁸¹ Art. 23 Abs. 1 lit. j AIFMD.

³⁸² Art. 23 Abs. 1 lit. k AIFMD.

³⁸³ Art. 23 Abs. 2 AIFMD.

³⁸⁴ Vgl. Art. 43 Abs. 1 AIFMD.

³⁸⁵ Vgl. Art. 4 Ziff. 4 PRIIP-VO.

³⁸⁶ Vgl. dazu ZETZSCHE/ECKNER, in: Zetzsche (FN 28), 422 f.

³⁸⁷ Vgl. dazu Abschnitt III.D.2.d.

³⁸⁸ EFD, Erläuterungen vom 6. November 2019 (FN 126),10.

³⁸⁹ Die sog. IMD (Insurance Mediation Directive: RL 2002/92/EG, ABl. L 9/3 vom 15. Januar 2003), auf welche die PRIIP-VO verweist, wurde zum 30. September 2018 aufgehoben und durch die sog. IDD (Insurance Distribution Directive: RL [EU] 2016/97, ABl. L 26/19 vom 2. Februar 2016) ersetzt. Die Verweisungen auf die aufgehobene IMD gelten nach Art. 44 Unterabs. 2 IDD als Verweisungen auf die IDD.

³⁹⁰ Erw. 5 PRIIP-VO.

³⁹¹ Vgl. Erw. 35 PRIIP-VO.

[94] Die Verpflichtung zur Erstellung eines Basisinformationsblatts besteht, sofern ein PRIIP Kleinanlegern³⁹² angeboten werden soll.³⁹³ Bei einem PRIIP³⁹⁴ kann es sich insbesondere um Lebensversicherungspolizen mit einem Anlageelement, strukturierte Produkte und strukturierte Einlagen, fondsgebundene Altersvorsorgeprodukte, Investmentfonds wie UCITS sowie Kleinanleger-AIF handeln.³⁹⁵ Für UCITS sowie Kleinanleger-AIF³⁹⁶ ist in Art. 32 PRIIP-VO eine fünfjährige Übergangsfrist vorgesehen, bevor die Verordnung für sie in Kraft tritt. Dies insbesondere, weil für UCITS unlängst die Festlegung der Anforderungen an die wesentlichen Informationen durch die UCITSD erfolgte.³⁹⁷ Die Freistellung nach Art. 32 PRIIP-VO hätte am 31. Dezember 2019 auslaufen müssen, doch die Frist wurde kürzlich bis zum 31. Dezember 2021 verlängert.³⁹⁸ Werden bis dahin keine regulatorischen Schritte zur Vermeidung der doppelten Publikationspflichten unternommen, werden UCITS und Kleinanleger-AIF mit dem Auslaufen der neuen Freistellungsfrist sowohl ein Basisinformationsblatt nach PRIIP-VO als auch wesentliche Informationen nach der UCITSD erstellen und veröffentlichen müssen.³⁹⁹

[95] In der PRIIP-VO werden einheitliche Vorgaben für das Format und den Inhalt von Basisinformationsblättern festgelegt.⁴⁰⁰ Wie auch im Rahmen des FIDLEG soll das Basisinformationsblatt den Anlegern einen Vergleich von Produkten aus unterschiedlichen Finanzmarktsektoren und deren Risiken ermöglichen. Entsprechend sollen Basisinformationsblätter in einem einheitlichen Format auf maximal drei Seiten alle wesentlichen Informationen zum Anlageprodukt enthalten und in sprachlicher Hinsicht präzise, redlich und klar formuliert sein.⁴⁰¹ Damit die Kosten und Risiken besser verglichen werden können, sind sie nicht verbal zu umschreiben, sondern zwingend durch Indikatoren darzustellen; zusätzlich müssen bestimmte wesentliche Risiken dennoch verbal umschrieben werden.⁴⁰² Bei Anlageprodukten, die nicht einfach und für Kleinanleger nur schwer zu verstehen sind, muss das Basisinformationsblatt zudem einen Warnhinweis enthalten.⁴⁰³

³⁹² Der Begriff des Kleinanlegers entspricht der MiFID II-Definition, Art. 4 Ziff. 6 lit. a PRIIP-VO i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 MiFID II; vgl. dazu Abschnitt III.B.2.

³⁹³ Art. 5 Abs. 1 PRIIP-VO.

³⁹⁴ Bei einem PRIIP handelt es sich gemäss PRIIP-VO um ein verpacktes Anlageprodukt für Kleinanleger (PRIP) und/oder ein Versicherungsanlageprodukt (PRIIP), vgl. Art. 4 Ziff. 3 PRIIP-VO. Durch den Begriff sollen alle von der Finanzbranche aufgelegten Produkte unabhängig von ihrer Rechtsform oder Konzeption erfasst werden, die dem Kleinanleger Investitionsmöglichkeiten bieten, bei denen der dem Kleinanleger zurückzuzahlende Betrag aufgrund der Abhängigkeit von Referenzwerten oder der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt vom Kleinanleger erworben werden, Schwankungen unterliegt, Erw. 6 PRIIP-VO.

³⁹⁵ Erw. 6 PRIIP-VO; STEFAN SEEFRED/NINA KREUER, Neuerungen bei der Produktebeschreibung unter PRIIPs, in: Ralf Temporale (Hrsg.), Europäische Finanzmarktregulierung, Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR, OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel, Stuttgart 2015, 223 ff., 226 f. m.w.H.

³⁹⁶ Dies gilt auch für Kleinanleger-AIF, falls ein Mitgliedstaat Vorschriften über das Format und den Inhalt des Dokuments mit wesentlichen Informationen für den Anleger gemäss Art. 78 – 81 UCITSD auf diese Fonds anwendet.

³⁹⁷ Erw. 35 PRIIP-VO; zu wesentlichen Informationen nach UCITSD vgl. Abschnitt III.D.2.a.

³⁹⁸ Vgl. Art. 17 Ziff. 1 VO (EU) 2019/1156, ABL L 188/55 vom 12. Juli 2019.

³⁹⁹ Vgl. Joint Committee of the European Supervisory Authorities, Joint Consultation Paper concerning amendments to the PRIIPs KID vom 16. Oktober 2019, JC 2019 63, 6 f.

⁴⁰⁰ Die Einzelheiten zum Inhalt, den Berechnungsmethoden, der Darstellung sowie der Überprüfung und Zurverfügungstellung werden in der VO (EU) Nr. 2017/653 konkretisiert, ABL L 100/1 vom 12. April 2017 (zit.: PRIIP-DVO).

⁴⁰¹ Art. 6 Abs. 1 und 4 PRIIP-VO.

⁴⁰² Art. 8 Abs. 3 lit. d (i) und f PRIIP-VO.

⁴⁰³ Art. 8 Abs. 3 lit. b PRIIP-VO. Nach Erw. 17 PRIIP-VO soll ein Produkt insbesondere dann als nicht einfach und als schwer zu verstehen gelten, wenn es in zugrunde liegende Vermögensgegenstände investiert, in welche die Kleinanleger normalerweise nicht anlegen, wenn zur Berechnung der endgültigen Anlagerendite mehrere unterschied-

[96] Der PRIIP-Hersteller hat das Basisinformationsblatt auf seiner Website zu veröffentlichen.⁴⁰⁴ Dem Kleinanleger soll das Basisinformationsblatt standardmässig in Papierform kostenlos am Point of Sale zur Verfügung gestellt werden, es sei denn, der Kleinanleger verlangt eine andere Form der Übermittlung.⁴⁰⁵ In jedem Fall soll die Zurverfügungstellung rechtzeitig erfolgen,⁴⁰⁶ sodass Kleinanleger genügend Zeit für die Überprüfung des Dokuments haben, bevor sie im Zusammenhang mit dem PRIIP vertraglich gebunden sind.⁴⁰⁷

d. Prospekt-VO

[97] Die neuen allgemeinen Prospektbestimmungen des FIDLEG lehnen sich an europäische Vorgaben an,⁴⁰⁸ namentlich an die Prospekt-RL, die jedoch mit Geltung ab dem 21. Juli 2019⁴⁰⁹ durch die Prospekt-VO⁴¹⁰ abgelöst wurde. Bereits mit der Prospekt-RL von 2003 wurde in der EU bzw. EG eine einheitliche Prospektspflicht sowohl für öffentliche Angebote von Wertpapieren als auch für deren Zulassung zum Börsenhandel einschliesslich Sekundärmarkttransaktionen eingeführt.⁴¹¹ Die Prospekt-VO ist auch im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen zu beachten, namentlich wenn Anteile von geschlossenen AIF an Kleinanleger angeboten werden sollen.⁴¹²

[98] In inhaltlicher Sicht statuiert das europäische Prospektregime umfassende Offenlegungspflichten in Bezug auf den Emittenten, die Wertpapiere und die damit verbundenen Risiken. Neu wurden mit der Prospekt-VO konkrete Vorgaben für die Darstellung der Risikofaktoren festgelegt;⁴¹³ auch die Möglichkeit der Aufnahme der Informationen mittels Verweisen auf andere Dokumente wurde erleichtert.⁴¹⁴ Einen Bestandteil des Prospekts bildet die Zusammenfassung, die eine der wichtigsten Informationsquellen für Kleinanleger darstellt und daher in ihrer Gestaltung dem Muster für PRIIP folgen soll.⁴¹⁵

liche Verfahren verwendet werden, wodurch sich die Gefahr von Missverständnissen beim Anleger erhöht, oder wenn die Anlagerendite die Verhaltensmuster der Kleinanleger ausnutzt, indem sie beispielsweise eine verlockende Festverzinsung bietet, auf die eine viel höhere bedingte variable Verzinsung folgt, oder eine iterative Formel.

⁴⁰⁴ Art. 5 Abs. 1 PRIIP-VO. Unter Umständen kann das Basisinformationsblatt auch auf einem dauerhaften Datenträger oder über eine Website zur Verfügung gestellt werden, Art. 14 Abs. 1 und 2 lit. a PRIIP-VO.

⁴⁰⁵ Art. 14 Abs. 1 und 2 lit. a PRIIP-VO.

⁴⁰⁶ Art. 13 Abs. 1 PRIIP-VO.

⁴⁰⁷ Art. 17 Abs. 1 PRIIP-DVO.

⁴⁰⁸ Art. 58 ff. FIDLEG; Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 26), 8923.

⁴⁰⁹ Art. 49 Abs. 2 Prospekt-VO. Einzelne Bestimmungen der Verordnung waren jedoch bereits teils ab dem 20. Juli 2017, teils ab dem 21. Juli 2018 anwendbar.

⁴¹⁰ VO (EU) Nr. 2017/1129, ABl. L 168/12 vom 30. Juni 2017 (nachfolgend: Prospekt-VO).

⁴¹¹ Art. 3 Abs. 1 und 3 Prospekt-RL. Zu Ausnahmen vom Anwendungsbereich vgl. Art. 1 Abs. 2 Prospekt-RL sowie neu Art. 1 Abs. 2 – 6 Prospekt-VO.

⁴¹² Art. 1 Abs. 2 lit. a i.V.m. Art. 2 lit. p Prospekt-VO sowie Art. 1 Abs. 4 lit. a Prospekt-VO.

⁴¹³ Auf die Risikofaktoren hat der Emittent im Prospekt nur insoweit einzugehen, als dass es sich dabei um emittenten- und/oder wertpapierspezifische Risiken handelt, die im Hinblick auf eine fundierte Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind (Art. 16 Abs. 1 Unterabs. 1 Prospekt-VO).

⁴¹⁴ Art. 19 Prospekt-VO.

⁴¹⁵ Erw. 15 Prospekt-RL n.F.; Erw. 28 Prospekt-VO. Mit der Prospekt-VO sind wesentliche Änderungen in Bezug auf die Zusammenfassung einhergegangen. Wie auch im Rahmen der Prospekt-RL handelt es sich bei der Zusammenfassung um eine kurze Unterlage, die prägnant und in allgemein verständlicher Sprache formuliert ist (vgl. Erw. 21 Prospekt-RL; Erw. 15 Prospekt-RL n.F.; Erw. 30 Prospekt-VO; Art. 7 Abs. 2 und 3 lit. a Prospekt-VO). Nach der Prospekt-VO soll die Zusammenfassung in ihrer Aufmachung, dem Inhalt und der Darstellung soweit wie möglich dem Muster des PRIIP-Basisinformationsblatts folgen (Erw. 32 Prospekt-VO, Art. 7 Abs. 3 und 4 Prospekt-VO zu den formellen Anforderungen an den Inhalt, die Länge und die Darstellung). Gleichwohl gilt die Pflicht zur Erstellung der Zusammenfassung auch dann, wenn die Pflicht zur Erstellung eines PRIIP-Basisinformationsblatts

[99] Ein Prospekt darf erst nach der Billigung durch die zuständige Behörde veröffentlicht werden,⁴¹⁶ wofür grundsätzlich eine zehntätige Frist vorgesehen ist.⁴¹⁷ Für die Veröffentlichung der Prospekte kommt einzig die elektronische Version in Frage.⁴¹⁸ Schliesslich werden alle genehmigten Prospekte (bzw. zumindest eine Liste der genehmigten Prospekte begleitet mit einem Hyperlink) auf der Webseite der zuständigen Behörde veröffentlicht, wo sie während zehn Jahren zugänglich bleiben.⁴¹⁹ Zudem müssen Emittenten, Anbieter, die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragende Personen oder Finanzintermediäre jedem potenziellen Anleger auf Verlangen kostenlos eine Version des Prospekts auf einem dauerhaften Datenträger zur Verfügung stellen.⁴²⁰ Während nach FIDLEG ein Prospekt Privatkunden nur im Rahmen der Anlageberatung und nur auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden muss,⁴²¹ sind Kleinanleger nach MiFID II durch Wertpapierfirmen unabhängig von der erbrachten Wertpapierdienstleistung rechtzeitig vor der Erbringung der Dienstleistung über Möglichkeiten des Prospektbezugs zu informieren, sofern die Wertpapierfirma dem Kleinanleger Informationen zu einem Finanzinstrument übermittelt, das zu diesem Zeitpunkt öffentlich angeboten wird und zu dem in Zusammenhang mit diesem Angebot ein Prospekt veröffentlicht wurde.⁴²²

3. Vergleich

[100] Man kann festhalten, dass sowohl die neuen FIDLEG-Prospektpflichten als auch die Vorgaben zum Basisinformationsblatt sich strukturell und inhaltlich weitgehend an die europäische Regulierung anlehnen. Insbesondere wird nun, wie in der EU, eine einheitliche Prospektpflicht für die Unterbreitung eines öffentlichen Angebots zum Erwerb von Effekten oder für die Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz vorgesehen.⁴²³

[101] Auch die kollektivanlagenrechtlichen Prospektregelungen des aKAG, nämlich die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts sowie damit verbundene formelle und materielle Anforderungen, waren bereits bei ihrer Einführung und Entwicklung massgeblich von einschlägigen europäischen Rechtsakten (i.e. von den einzelnen UCITSD) beeinflusst.⁴²⁴ Die Neuregelung von

besteht (Erw. 32 Prospekt-VO). Zwecks der Reduktion der Compliance-Kosten und der Verwaltungslasten für den Emittenten ist es in diesem Fall jedoch möglich, bestimmte Inhalte der Zusammenfassung durch die Angaben des Basisinformationsblatts zu ersetzen. Dies ist beispielsweise bei der Beschreibung der Basisinformationen über die Wertpapiere möglich (Art. 7 Abs. 7 Unterabs. 2 und 4 Prospekt-VO); in diesem Fall erhöht sich die maximal zulässige Länge der Zusammenfassung um weitere drei Seiten (Art. 7 Abs. 7 Unterabs. 3 und 4 Prospekt-VO).

⁴¹⁶ Art. 20 Abs. 2 Prospekt-VO.

⁴¹⁷ Vgl. Art. 20 Abs. 2 und 3 Prospekt-VO. Das Billigungsverfahren umfasst eine Vollständigkeitsprüfung des Prospekts einschliesslich der Kohärenz und der Verständlichkeit, was über eine bloss formelle Prüfung hinausgeht, vgl. Art. 20 Abs. 4 Prospekt-VO. Die einzelnen Prüfungskriterien finden sich in Art. 35 ff. der VO (EU) 2019/980, ABl. L 166/26 vom 21. Juni 2019.

⁴¹⁸ Art. 21 Abs. 2 Prospekt-VO. Hierfür stehen insbesondere die Webseite des Emittenten, des Anbieters oder der die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragenden Person sowie die Webseite der die Wertpapiere platzierenden oder verkaufenden Finanzintermediäre zur Verfügung.

⁴¹⁹ Art. 21 Abs. 5 Unterabs. 1 sowie Abs. 7 Prospekt-VO. Im Falle der grenzüberschreitenden Emissionen werden die Prospekte durch die nationale Aufsichtsbehörde an die ESMA übermittelt und von dieser ebenfalls für den Zeitraum von mindestens zehn Jahren öffentlich zugänglich gemacht, Art. 23 Abs. 6 und 7 Prospekt-VO.

⁴²⁰ Art. 21 Abs. 11 Prospekt-VO.

⁴²¹ Art. 8 Abs. 5 FIDLEG.

⁴²² Art. 48 Abs. 3 VO (EU) 2017/565.

⁴²³ Nota bene lehnt sich auch die im FIDLEG-Prospektrecht für Effekten vorgesehene Zusammenfassung trotz eines deutlich geringeren Detaillierungsgrades an die europäischen Vorgaben an.

⁴²⁴ BSK KAG-WEBER (FN 88), Art. 75 N 6.

kollektivanlagenrechtlichen Prospektpflichten im FIDLEG brachte in inhaltlicher Sicht keine wesentlichen Veränderungen mit sich. Im Vergleich mit dem europäischen Prospekt-Regime sind jedoch gleichwohl einzelne konzeptuelle Abweichungen zu verzeichnen.

[102] Das FIDLEG sieht zunächst, unabhängig von der Kundenkategorie, standardisierte Informationspflichten mittels Prospekten vor, wobei zwischen kollektivanlagenrechtlichen und «übrigen», i.e. Prospektpflichten für Effekten differenziert wird. Letztere spielen für kollektive Kapitalanlagen grundsätzlich keine Rolle. Hingegen legt in der EU die Prospekt-VO unter anderem Prospektpflichten für Publikums-AIF fest. Nach der Vorstellung des europäischen Gesetzgebers sind standardisierte Informationen in Prospekten vor allem bei Adressierung an Kleinanleger relevant, sodass die UCITSD sowie die Prospekt-VO entsprechende Vorgaben für kollektive Kapitalanlagen (UCITS resp. Publikums-AIF) enthalten. Hingegen sieht die AIFMD, in deren Regulierungsfokus professionelle Anleger stehen, (abgesehen von Jahresberichten) keine standardisierten Anlegerinformationen vor. In der unterschiedlichen Behandlung professioneller Anleger besteht der massgebliche Unterschied zwischen der Rechtslage in der Schweiz und derjenigen der EU: Denn auch in Abwesenheit standardisierter Informationspflichten legt die AIFMD umfangreiche vorvertragliche Informationen fest, die unabdingbar sind und teilweise über die Anforderungen der Prospekt-VO hinausgehen. Hingegen wird in der Schweiz die FINMA in der Regel kollektive Kapitalanlagen, die qualifizierten Anlegern i.S. von Art. 10 Abs. 3 und 3^{ter} KAG offenstehen, von den Prospektpflichten befreien,⁴²⁵ sodass gegenüber professionellen Kunden bzw. qualifizierten Anlegern einzig (ex post) Informationspflichten nach Art. 20 Abs. 1 lit. c revKAG sowie allenfalls Informationspflichten nach Art. 8 f. FIDLEG (im Falle einer Finanzdienstleistung) bestehen. Nota bene sind Schweizer Asset Manager im grenzüberschreitenden Verkehr auch im Rahmen von aktuell geltenden Private Placements Regimes gehalten, die AIFMD-Informationspflichten (mit der Folge höherer Compliance-Kosten) direkt einzuhalten.⁴²⁶

[103] Die FIDLEG-Bestimmungen zum Basisinformationsblatt sind den europäischen Regelungen der PRIIP-VO nachgebildet.⁴²⁷ Insofern entsprechen die schweizerischen Vorgaben im Hinblick auf den Inhalt, das Format, die Aktualisierungspflichten sowie die Vorlagemodalitäten im Wesentlichen dem europäischen Rechtsrahmen, auch wenn sie aus pragmatischen Gründen einen bei weitem nicht so hohen Detaillierungsgrad aufweisen. In inhaltlicher Sicht bestehen weitere Abweichungen: Beispielsweise ist nach FIDLEG/FIDLEV die graphische Darstellung des Risikoindikators nicht zwingend. Die Begründung hierfür war, dass eine einheitliche Berechnung der Risikokennziffer für Produkte aus unterschiedlichen Branchen zu verzerrenden Ergebnissen führen und für Anleger deshalb irreführend sein kann.⁴²⁸ Doch die Vergleichbarkeit der Risiken bei lediglich verbaler Umschreibung dürfte nicht nur bei unterschiedlichen Arten von Finanzprodukten, sondern auch bei gleichartigen Produkten mehr als fraglich sein. Hingegen kommt nach der europäischen Regelung bei der Darstellung des Risikoindikators eine verbale Umschreibung *zusätzlich* zur graphischen Abbildung hinzu, sodass dadurch insbesondere Risiken, die durch den Risikoindikator nicht angemessen berücksichtigt werden, erfasst⁴²⁹ und all-

⁴²⁵ Art. 50 FIDLEG.

⁴²⁶ Art. 42 Abs. 1 lit. a AIFMD.

⁴²⁷ EFD, Erläuterungen vom 6. November 2019 (FN 126), 10.

⁴²⁸ EFD, Erl.Bericht FIDLEV/FINIV/AOV (FN 294), 77.

⁴²⁹ Vgl. Art. 8 Abs. 3 lit. d (i) PRIIP-VO.

fällige Ergebnisverzerrungen auf diese Weise vermieden werden können. Bei der Darstellung von Performance-Szenarien ist nach FIDLEG – im Gegensatz zur PRIIP-VO⁴³⁰ – keine Darstellung von Stressszenarien erforderlich; schliesslich werden keine konkreten Vorgaben zur Berechnung der Wertentwicklung vorgegeben. Weitergehend sind dagegen die Schweizer Vorgaben betreffend Warnhinweise, die stets erforderlich sind,⁴³¹ während nach der PRIIP-VO ein Warnhinweis einzig auf bestimmten Versicherungsanlageprodukten sowie auf bestimmten komplexen Finanzinstrumenten anzubringen ist.⁴³² Insgesamt mag die Schweizer Lösung zwar flexibler sein, allerdings verfehlt sie das eigentliche Hauptziel: die Vergleichbarkeit der unterschiedlichen Produkte. Das Schweizer Schutzniveau scheint mithin, auch wenn noch viele Einzelheiten mittels Selbstregulierung zu regeln sein werden und es den Produktherstellern auch unbenommen bleibt, europäische Vorschriften anzuwenden,⁴³³ hinter dem europäischen zurückzubleiben.

IV. Schlussbetrachtungen

[104] Zunächst kann festgehalten werden, dass die mit dem FIDLEG/FINIG vollendete neue Finanzmarktarchitektur nicht ohne Einfluss auf das Kollektivanlagenrecht verblieben ist. Teilweise sind die kollektivanlagenrechtlichen Neuerungen einzig auf die Neustrukturierung des Finanzmarktrechts zurückzuführen, ohne dass mit ihnen wesentliche inhaltliche Änderungen verbunden wären. Dies betrifft insbesondere die FINIG-Institutsregulierung mit dort enthaltenen Vorgaben für Fondsleitungen und Verwalter von Kollektivvermögen⁴³⁴ sowie die systembedingte Überführung der kollektivanlagenrechtlichen Prospektspflichten ins FIDLEG. Zum Teil erfolgte jedoch eine Neugestaltung einzelner kollektivanlagenrechtlicher Sachverhalte zwecks kongruenter Einordnung in die neue horizontale Architektur: Hierzu zählen vor allem die Neujustierung der kollektivanlagenrechtlichen Kundenkategorien sowie die Einführung des sektorenübergreifenden (und somit das Kollektivanlagenrecht betreffenden) Angebotsbegriffs. Schliesslich erfolgten einzelne (unter anderem kollektivanlagenrechtliche) Neuregelungen explizit zur Anpassung an das EU-Recht, wie dies bei der Einführung des Basisinformationsblatts der Fall war.

[105] Betrachtet man die vorliegende Untersuchung aus zwei analytischen Perspektiven (Makro- und Mikrobetrachtung), können aus rechtsvergleichender Sicht folgende Schlussfolgerungen gezogen werden:

[106] Aus einer *Makrobetrachtung* zeigt sich einmal mehr, dass in einem traditionsreichen Bestandteil des schweizerischen Finanzmarktrechts – dem Recht der kollektiven Kapitalanlagen – im Spannungsfeld zwischen autonomem Nachvollzug von EU-Recht und individuellen Lösungen, schweizerische Alleingänge zunehmend der Prämisse der Europaangleichung zugunsten des angestrebten Marktzuganges weichen. Aus einer Makroperspektive herrscht in allen vier der oben vertieften Themenkomplexe ein erheblicher Grad an Übereinstimmung mit dem EU-Recht. Möglicher Unmut aus dieser demokratisch eventuell unbefriedigenden, auf den allgemeinen Glo-

⁴³⁰ Art. 3 Abs. 3 PRIIP-DVO.

⁴³¹ Vgl. Ziff. 2 Anhang 9 FIDLEG.

⁴³² Art. 8 Abs. 3 lit. b PRIIP-VO i.V.m. Art. 1 Unterabs. 2 PRIIP-DVO.

⁴³³ Art. 87 i.V.m. Anhang 10 FIDLEG.

⁴³⁴ Neu in diesem Zusammenhang ist jedoch die Erfassung von Vermögensverwaltern von Vorsorgeeinrichtungen als Verwalter von Kollektivvermögen durch die FINIG, vgl. oben II.A.2.

balisierungstrend im internationalen und europäischen Finanzmarktrecht zurückzuführenden rechtspolitischen Tatsache kann jedoch mit folgender Erkenntnis beseitigt werden: Obschon eine schweizerische Grundorientierung an den europäischen Vorgaben festgemacht werden kann, fügen sich die kollektivanlagenrechtlichen Regelungsinhalte in der Schweiz und der EU jeweils souverän in ein eigenes, geschlossenes Finanzmarktrechtssystem ein. Dies zeugt von methodologischer Umsetzungsfreiheit, welche die Schweiz mit dem FIDLEG-/FINIG-Gesetzespaket wirkungsvoll ausgeschöpft hat. Veranschaulichend hierfür ist insbesondere die unterschiedliche konzeptionelle Beschaffenheit der kollektivanlagenrechtlichen Vertriebsregelung sowie der Kundensegmentierung in der Schweiz und der EU.⁴³⁵ Während das KAG in der Schweiz für den «Vertrieb» von kollektiven Kapitalanlagen auf den Angebotsbegriff des FIDLEG zurückgreift, regelt die AIFMD den Vertrieb von AIF autonom, wohingegen sich die UCITSD-Vertriebsregelung auf «Marketing Anzeigen» beschränkt. Während in der EU die Kundensegmentierung der diskretionären Vermögensverwaltung (MiFID II) für die kollektive Vermögensverwaltung (UCITSD und AIFMD) massgebend ist, kennt das schweizerische KAG Anlegerkategorien, die sich nicht mit der Kundensegmentierung des FIDLEG decken.⁴³⁶

[107] Nimmt man sodann eine (vorliegend nur selektive) *Mikrobetrachtung* auf der Ebene der materiellen, inhaltlichen Ausgestaltung der einzelnen Normkonzepte vor, so treten je nach Themengebiet unterschiedliche Angleichungsintensitäten zu Tage. Besteht beispielsweise mit Blick auf die inhaltliche Ausgestaltung der kollektivanlagenrechtlichen Pflichten zur Wahrung der Anlegerinteressen in der Schweiz eine starke Anlehnung an die Wohlverhaltensregeln der UCITSD, die auch von der AIFMD beinahe übereinstimmend nachgebildet wurden,⁴³⁷ gestaltet sich die materielle Konvergenz mit dem europäischen Recht im Bereich der Kundensegmentierung weniger stringent. So knüpft z.B. auf europäischer Ebene die MiFID II die Hochstufung des Kleinanlegers zum professionellen Kunden an weitere/strengere Voraussetzungen, während die Kundensegmentierung des FIDLEG ein «opting out» alleine anhand des vorhandenen Vermögens zulässt.⁴³⁸ Auch die Schweizer Vorgaben betreffend die Ausgestaltung des Basisinformationsblatts sind im Vergleich mit den europäischen Anforderungen flexibler ausgestaltet; schliesslich sind in der EU die vorvertraglichen kollektivanlagenrechtlichen Informationspflichten gegenüber professionellen Kunden – im Gegensatz zur Regelung von Art. 50 FIDLEG – unabdingbar. Der rechtsvergleichende Blick ins Detail zeugt mithin – trotz tendenziell angestrebter und teilweise verwirklichter Angleichung an den europäischen Rechtsrahmen – von einer wesentlich liberaleren Regulierungspraxis hiezulande, die zwar vereinzelt mehr Flexibilität bietet, jedoch im Ergebnis auf ein tieferes Schutzniveau für Privat- und professionelle Kunden verglichen mit demjenigen der EU hinausläuft.

[108] Inwiefern sich die dargelegten strukturellen und inhaltlichen Unterschiede und Gemeinsamkeiten mit dem europäischen Recht auf den Zutritt der Schweizer Fondsbranche zum europäischen Fonds-Binnenmarkt auswirken werden, bleibt abzuwarten. Bis dato kann der Angleichungsnutzen insofern in Frage gestellt werden, als die schweizerische (identische) Umsetzung von UCITSD-Inhalten rein marktzutrittstechnisch keinerlei Vorteile bringt, zumal der Anwendungsbereich der UCITSD Drittstaaten (wie die Schweiz) und dort domizilierte Fonds sowie

⁴³⁵ Vgl. dazu oben, III.A.3.

⁴³⁶ Vgl. dazu oben, III.B.3.

⁴³⁷ Vgl. dazu oben, III.C.3.

⁴³⁸ Vgl. dazu oben, III.B.3.

Verwaltungsgesellschaften nicht erfasst. Hingegen sieht die AIFMD für die Zukunft die Möglichkeit der Gewährung umfassender Passrechte für Drittstaaten-AIFM vor,⁴³⁹ doch müssten die Drittstaaten-AIFM im Rahmen des Passportings die AIFMD grundsätzlich direkt einhalten.⁴⁴⁰ Zwar bestehen mehrere Empfehlungen der ESMA, die sich für die Ausweitung des AIFMD-Passes auf die Schweiz ausspricht,⁴⁴¹ diese liegen allerdings einige Jahre zurück (zuletzt 2016), sodass eine erneute Beurteilung durch die ESMA u.E. nicht auszuschliessen wäre, was zumindest eine zeitliche Verzögerung bedeuten würde. Angesichts der vor dem Brexit-Hintergrund abzuzeichnenden Tendenz zur Verschärfung von Drittstaatenregulierung,⁴⁴² aber auch der Verpolitisierung der Frage des Marktzuganges aus Drittstaaten,⁴⁴³ weswegen auch eine identische Übernahme des EU-Rechts keinen Marktzugang garantieren würde, gewinnt die allgemeine Frage, inwieweit eine Angleichung der schweizerischen Kollektivanlagenrechtsordnung an das europäische Regime zu Lasten der hiesigen Standortvorteile überhaupt noch angebracht ist, zunehmende Berechtigung.

THOMAS JUTZI, Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Ordinarius für Wirtschaftsrecht, Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern.

KSENIA WESS, Dr. iur., MLaw, Assistentin am Institut für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern.

DAMIAN SIERADZKI, MLaw, Doktorand am Institut für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern.

⁴³⁹ Vgl. Art. 37 – 41 AIFMD (zu einzelnen Passrechten) sowie Art. 67 AIFMD (zum prozessualen Aspekt). Die Ausweitung des Passes auf Drittstaaten-AIFM setzt einen entsprechenden Beschluss der europäischen Kommission auf eine positive Empfehlung der ESMA hin voraus. Dabei wird – im Gegensatz zu einigen anderen europäischen Rechtsakten, wie der MiFIR – nicht die Äquivalenz der Drittstaatenordnung beurteilt, sondern einzig die Auswirkungen der Passerweiterung auf den europäischen Kollektivanlagenmarkt (vgl. Art. 67 Abs. 4 und 6 AIFMD).

⁴⁴⁰ Vgl. Art. 37 Abs. 2 S. 1 AIFMD. Nach Art. 37 Abs. 2 S. 2 AIFMD kann von der direkten Einhaltung der AIFMD nur in Ausnahmefällen, wie insbesondere bei einem Regelungskonflikt oder bei einer gleichwertigen Regelung im Drittland, abgesehen werden.

⁴⁴¹ ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs, 30. Juli 2015, ESMA/2015/1236, Rz. 114 ff.; ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs, 12. September 2016, ESMA/2016/1140, Rz. 129 ff.

⁴⁴² Vgl. JUTZI/WESS (FN 44), 512 f. m.w.H.; WESS (FN 212), Rz. 734 ff. m.w.H.

⁴⁴³ Das prominenteste Beispiel hierfür ist die zeitlich befristete Anerkennung der Börsenäquivalenz der Schweiz, deren Verlängerung die Kommission an den Abschluss eines institutionellen Rahmenabkommens zwischen der Schweiz und der EU gekoppelt hat, vgl. dazu die jeweiligen Erw. 30 und Art. 2 der Durchführungsbeschlüsse der Kommission (EU) 2017/2441 (ABL. L 344/52 vom 23. Dezember 2017) und (EU) 2018/2047 (ABL. L 327/77 vom 21. Dezember 2018).