



Eidgenössische Bankenkommission
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten

(EBK-Bericht „Vertriebsvergütungen“)

Aufsichtsrechtliche Sicht

Diskussionspapier der Eidg. Bankenkommission

August 2008



Kernpunkte

Das Vermögensverwaltungsgeschäft ist heute geprägt durch eine mehrgliedrige Wertschöpfungskette. Verschiedene Anbieter und Intermediäre sind umfassend oder mit einzelnen Dienstleistungen daran beteiligt. Ihre Entschädigung erfolgt entlang der Vertriebsstufen teilweise durch Vertriebsvergütungen. Dies sind finanzielle oder andere Zuwendungen der Produzenten von Finanzprodukten an ihre Vertriebspartner. Haben diese zugleich Treuepflichten gegenüber ihren Kunden zu erfüllen, können sich Interessenkonflikte ergeben. Mit diesen Konflikten müssen die Betroffenen sachgerecht umgehen, um ihre Kunden nicht zu benachteiligen. Dies gilt für den Finanzsektor ebenso, wie für andere Wirtschaftssektoren wie etwa den Gesundheitssektor oder die Reisebranche, wo Produkte und Dienstleistungen Dritter durch Personen vertrieben werden, die ihre Kunden vor allem beraten müssen.

Die EBK setzte sich in den letzten Jahren wiederholt mit Vertriebsvergütungen im Fondsgeschäft und dem Einsatz von externen Vermögensverwaltern auseinander. Sie beschloss Ende 2006, das Thema Vertriebsvergütungen unter dem Gesichtswinkel möglicher Interessenkonflikte und ihrem Bestreben nach vermehrter Transparenz über solche Konflikte und über Vertriebskosten zu vertiefen (Kapitel 1). Sie hat dazu eine interne Projektgruppe eingesetzt, welche nach Vorstudien in der ersten Jahreshälfte 2007 eingehende Workshops mit ausgewählten Banken, Vermögensverwaltern und Fondsleitungen sowie Experten führte (Kapitel 2). Dieses Diskussionspapier schildert gestützt darauf eingehend die Wertschöpfungskette in der Vermögensverwaltung und im Vertrieb von Finanzprodukten. Dabei zeigt es die Probleme und Interessenkonflikte, die mit Vertriebsvergütungen verbunden sein können. Es legt dar, welche Massnahmen z.B. organisatorischer Art getroffen werden, damit diese potentiellen Konflikte die Kunden nicht benachteiligen (Kapitel 3 und 4). Vertieft geschildert werden die Besonderheiten und Geschäftsmodelle beim Vertrieb von Anlagefonds, Exchange Traded Funds und Strukturierten Produkten (Kapitel 5) und die Stellung von „unabhängigen“ oder „externen“ Vermögensverwaltern (Kapitel 6). Die Schilderung des Rechtsrahmens legt einen klaren Schwerpunkt auf das Schweizer Aufsichtsrecht, spricht aber auch zivilrechtliche Aspekte und das europäische (MiFID) und deutsche Recht an. Die EBK ist aber nicht Zivilrichter und hält sich deshalb mit Meinungsäusserungen zum Zivilrecht zurück. Auf straf-, wettbewerbs- und weitere rechtliche Aspekte wird nicht eingegangen (Kapitel 7). Nach einem Fazit werden der aufsichtsrechtliche Handlungsbedarf und die Handlungsoptionen erörtert (Kapitel 8).

Als Fazit hält das Papier fest: das aktuell dominierende Modell des Vertriebs von Finanzprodukten beinhaltet vielerlei Interessenkonflikte, da die Produkte überwiegend von den Produzenten und Vertriebspartnern angeboten und vertrieben werden („pushing“) und nur marginal auf Initiative des Kunden nachgefragt werden („pulling“). Ein Grund dafür mag im teilweise ungenügenden Informationsstand und der fehlenden Marktmacht von kleineren Kunden liegen. Jedenfalls konnten sich bisher andere Geschäftsmodelle nicht durchsetzen, welche eine volle Deckung etwa der Beratungskosten durch die Anleger vorsehen. Anders liegen die Verhältnisse im Geschäft mit institu-



tionellen Investoren. Die Abklärungen der EBK ergaben jedoch keine Hinweise, dass sich Vertriebsvergütungen tatsächlich negativ auf die Qualität der Vermögensverwaltungsdienstleistungen auswirken. Vielmehr dürften Vertriebsvergütungen kaum direkte Wirkung auf die Produktauswahl haben. Alle betrachteten Anbieter haben organisatorische Vorkehrungen getroffen, um entsprechende Anreize zur Übervorteilung ihrer Kunden zu verhindern.

Das Diskussionspapier bejaht zwar einen beschränkten aufsichtsrechtlichen Handlungsbedarf, schlägt aber keine Radikallösungen vor. Insbesondere wäre es nach Auffassung der EBK weder sachgerecht noch zielführend, eine Änderung des geltenden Vertriebsmodells durch ein Verbot von Vertriebsvergütungen zu erzwingen. Dazu wäre die EBK rechtlich auch nicht befugt. Die EBK schlägt jedoch eine vermehrte produkteunabhängige Transparenz über Vertriebsvergütungen gegenüber den Endkunden vor („point of sale disclosure“). Die Vermögensverwalter sollten ihre Kunden zum Voraus über die Berechnungsparameter und die Bandbreiten der für die verschiedenen Produktklassen möglichen Vertriebsvergütungen Dritter informieren. Auf Anfrage der Kunden wären zudem die Höhe bereits erhaltener Leistungen Dritter offen zu legen, soweit sie sich einer einzelnen Kundenbeziehung mit vernünftigem Aufwand eindeutig individuell zuordnen lassen (wie z.B. bei Retrozessionen auf Courtagen oder Depotkommissionen). Dieser Schritt würde weitgehend auch der Regelung der MiFID entsprechen und rechtfertigen, auf eine vermehrte Transparenz über Vertriebsvergütungen auf Stufe Produkt, etwa für Anlagefonds, zu verzichten. An sich wäre eine solche zwar wünschbar, bräuchte aber eine internationale Abstimmung, um Wettbewerbsverzerrungen im grenzüberschreitenden Vertrieb zu vermeiden.

Gleichzeitig mit diesem Diskussionspapier eröffnet die EBK auch eine Anhörung zu einem Rundschreibenentwurf „Eckwerte zur Vermögensverwaltung“. Dieser enthält bereits einen Vorschlag für eine derartige „point of sale disclosure“. Davon würden nicht nur die von der EBK beaufsichtigten Banken, Effekthändler und Bewilligungsträger nach Kollektivanlagengesetz erfasst. Vielmehr müssten sie auch alle Vermögensverwalter beachten, deren Branchenorganisationen ihre Berufsstandards von der EBK unter dem Kollektivanlagengesetz als Mindeststandards anerkennen lassen wollen. Im Ergebnis wäre damit praktisch der gesamte Vermögensverwaltungssektor in der Schweiz erfasst.



Eléments principaux

La gestion de fortune est aujourd'hui caractérisée par une chaîne de création de valeur constituée de plusieurs éléments. Différents prestataires et intermédiaires sont impliqués globalement ou pour certaines prestations particulières. Ils sont rémunérés, tout au long des différentes étapes de distribution, en partie au moyen de commissions de distribution. Celles-ci sont des rétributions financières ou autres, versées par les producteurs de produits financiers à leurs partenaires de distribution. Lorsque ces derniers ont en même temps un devoir de fidélité à respecter vis-à-vis de leurs clients, des conflits d'intérêts peuvent en découler. Les prestataires concernés doivent gérer ces conflits de manière appropriée pour ne pas porter préjudice à leurs clients. Ceci vaut pour le secteur financier comme pour d'autres secteurs économiques, tels que par exemple le secteur de la santé et celui du voyage, où des produits et des services de tiers sont distribués par des personnes qui doivent avant tout conseiller leurs clients.

Ces dernières années, la CFB s'est intéressée à plusieurs reprises aux commissions de distribution dans le domaine des fonds de placement ainsi qu'au recours à des gérants de fortune indépendants. Fin 2006, la CFB a décidé d'approfondir le thème des commissions de distribution sous l'angle des conflits d'intérêts potentiels, ceci dans son effort vers une plus grande transparence au sujet de tels conflits et des coûts de distribution (chapitre 1). La CFB a mis sur pied à cet effet un groupe de projet interne qui, après des recherches préliminaires, a conduit au premier semestre 2007 des workshops approfondis avec un panel de banques, gérants de fortunes et directions de fonds ainsi que d'experts (chapitre 2). Ce document de discussion décrit sur cette base de manière détaillée la chaîne de création de valeur dans la gestion de fortune et dans la distribution de produits financiers. Il démontre quels sont les problèmes et conflits d'intérêts qui peuvent être liés aux commissions de distribution et quelles mesures, par exemple organisationnelles, sont adoptées afin que ces conflits potentiels ne portent pas préjudice aux clients (chapitres 3 et 4). Les particularités et les modèles d'affaires lors de la distribution de fonds de placement, d'Exchange Traded Funds et de produits structurés sont présentés en détails (chapitre 5) de même que la position des gérants de fortune « indépendants » ou « externes » (chapitre 6). La description du cadre juridique est clairement axée sur le droit de surveillance suisse, tout en abordant également les aspects du droit civil, du droit européen (MiFID) et du droit allemand. La CFB n'est pas un juge civil et n'exprime une opinion de droit civil qu'avec retenue. Les aspects de droit pénal, du droit de la concurrence ou d'autres domaines ne sont pas traités (chapitre 7). Après une conclusion, le document s'achève sur une évaluation de la nécessité d'intervenir du point de vue du droit de la surveillance, suivie d'une discussion des différentes options à disposition à cet effet (chapitre 8).

Le document retient à titre de conclusion que le modèle dominant actuel en matière de distribution de produits financiers engendre toutes sortes de conflits d'intérêts puisque les produits sont essentiellement proposés et distribués par des prestataires et partenaires de distribution (« pushing ») et, seulement de façon marginale, sur l'initiative et à la demande du client (« pulling »). L'une des raisons de cette situation peut résider dans le manque d'informations à disposition et dans l'absence de pouvoir de marché



des petits clients. En tous les cas, d'autres modèles d'affaires, prévoyant une couverture de l'ensemble des frais de conseils par les investisseurs, n'ont pas réussi à s'imposer. Il en va autrement des relations avec des investisseurs institutionnels. L'enquête menée par la CFB n'a toutefois pas permis de relever d'indices permettant de conclure que les commissions de distribution auraient effectivement une influence négative sur la qualité des prestations dans le domaine de la gestion de fortune. Les commissions de distribution n'auraient au contraire pratiquement aucun effet direct sur le choix du produit. Tous les prestataires considérés ont adopté des mesures organisationnelles afin de prévenir la tentation de léser leurs clients.

Le document de discussion admet qu'il existe en effet une nécessité limitée d'intervention sur le plan prudentiel, mais ne propose pas de solutions radicales. Du point de vue de la CFB, il ne serait en particulier pas approprié, ni adéquat d'imposer une modification du modèle actuel en interdisant les commissions de distribution. En outre la CFB n'y serait pas habilitée du point de vue juridique. La CFB propose par contre d'augmenter la transparence indépendamment du produit vis-à-vis du client final concernant les commissions de distribution (« point of sale disclosure »). Les gérants de fortune devraient informer leurs clients à l'avance des paramètres de facturation et des marges de fluctuation des possibles commissions de distribution de tiers pour les différentes classes de produits. Sur demande des clients, le montant des prestations de tiers déjà obtenues devrait en outre être publié, dans la mesure où il peut être clairement individualisé, en déployant un effort raisonnable, comme se rapportant à une relation client particulière (comme par ex. en cas de rétrocessions sur des courtages ou des commissions de garde de titres). Cette mesure correspondrait largement à la réglementation de MiFID et permettrait de renoncer à une transparence accrue concernant les commissions de distributions à l'échelle du produit par exemple pour les fonds de placement. Bien qu'une telle transparence soit souhaitable en soi, un accord international serait toutefois nécessaire pour éviter des distorsions de concurrence dans la distribution transfrontière.

Parallèlement à ce document de discussion, la CFB ouvre aussi une audition sur un projet de circulaire sur les « règles-cadres pour la gestion de fortune ». Ce projet contient déjà une proposition pour un tel « point of sale disclosure ». Il ne concerne pas seulement les établissements surveillés par la CFB, comme les banques, négociants en valeurs mobilières et autres titulaires d'une autorisation au sens de la loi sur les placements collectifs de capitaux. Mais tous les gérants de fortune devront se conformer aux standards définis par leurs organisations professionnelles, que ces dernières souhaitent faire reconnaître par la CFB comme standards minimaux sous l'angle de la loi sur les placements collectifs de capitaux. Cela aurait pour résultat de couvrir près de l'ensemble du secteur de la gestion de fortune en Suisse.



Punti principali

Oggigiorno la gestione patrimoniale si caratterizza per una catena di creazione di valore composta da vari elementi. Vari fornitori e intermediari sono coinvolti in maniera globale o per l'apporto di prestazioni particolari. La loro remunerazione avviene nelle diverse fasi di distribuzione, in parte mediante commissioni per la distribuzione. Quali commissioni per la distribuzione si intendono remunerazioni finanziarie o di altra natura da parte degli emittenti di prodotti finanziari a favore dei loro distributori. Se questi ultimi nel contempo hanno un obbligo di fedeltà verso i loro clienti, possono insorgere dei conflitti di interesse, che devono gestire adeguatamente per non causare pregiudizi ai propri clienti. Questo vale sia per il settore finanziario che per altri settori dell'economia quali ad esempio il settore della sanità o il settore turistico, dove dei prodotti e dei servizi di terzi vengono venduti da persone cui spetta soprattutto un compito di consulenza.

Negli ultimi anni la CFB si è ripetutamente interessata alle commissioni per la distribuzione nell'ambito dei fondi d'investimento e con riferimento ai gestori patrimoniali esterni. A fine 2006 la CFB ha deciso di approfondire il tema delle commissioni per la distribuzione sotto l'aspetto di potenziali conflitti di interesse, nell'intento di migliorare la trasparenza riguardo a tali conflitti e ai costi di distribuzione (capitolo 1). A tal scopo la CFB ha creato un gruppo di progetto interno, che, dopo le prime analisi, nel primo semestre del 2007 ha condotto workshops approfonditi con banche, gestori patrimoniali, direzioni di fondi e esperti selezionati (capitolo 2). Su questa base il presente documento consultivo espone in maniera approfondita la catena di creazione di valore nell'ambito della gestione patrimoniale e della distribuzione di prodotti finanziari, evidenziando i problemi e i conflitti di interesse che le commissioni per la distribuzione possono comportare. Lo stesso espone quali misure, ad esempio di natura organizzativa, possono essere adottate per evitare che tali potenziali conflitti comportino pregiudizi per i clienti (capitoli 3 e 4). Le particolarità e i modelli d'affari nella distribuzione di fondi di investimento, di Exchange Traded Funds e di prodotti strutturati (capitolo 5) così come la posizione dei gestori patrimoniali "indipendenti" o "esterni" (capitolo 6) vengono analizzati in modo approfondito. La presentazione del quadro legale si basa principalmente sul diritto svizzero della vigilanza, ma tocca anche numerosi aspetti civilistici così come il diritto europeo (MiFID) e tedesco. Non essendo la CFB un giudice civile, la stessa si è limitata a esprimere la propria opinione su aspetti di diritto civile con riserbo. Aspetti di diritto penale, del diritto della concorrenza così come altri aspetti di diritto non sono trattati (capitolo 7). Dopo una conclusione il documento espone delle valutazioni sulle necessità d'intervento dal punto di vista del diritto di vigilanza e delle differenti opzioni a disposizione (capitolo 8).

Il documento ritiene come conclusione che il modello attualmente dominante nella distribuzione di prodotti finanziari presenta svariati conflitti di interesse, poiché i prodotti vengono perlopiù offerti e distribuiti dagli emittenti e dai loro distributori ("pushing") e solo marginalmente vengono richiesti su iniziativa del cliente ("pulling"). Una delle ragioni di tale situazione potrebbe consistere parzialmente nel livello insufficiente di informazione e nell'assenza di potere sul mercato di clienti minori. In ogni caso finora non sono riusciti a imporsi altri modelli d'affari, che si basano sull'assunzione integrale dei



costi di consulenza da parte degli investitori. Diversa risulta invece la situazione nelle relazioni con investitori istituzionali. Dagli accertamenti effettuati dalla CFB non emergono comunque delle indicazioni secondo le quali le commissioni per la distribuzione avrebbero realmente delle ripercussioni negative sulla qualità dei servizi di gestione patrimoniale. Con ogni probabilità le commissioni per la distribuzione non hanno un effetto sulla scelta dei prodotti. Tutti i fornitori considerati hanno adottato delle precauzioni organizzative, per evitare che simili incentivi pregiudichino i propri clienti.

Seppur riscontrando una certa necessità di intervento sul piano della vigilanza, il documento consultivo non propone soluzioni radicali. A mente della CFB, non sarebbe in particolare opportuno né adeguato imporre una modifica del modello di affari attuale mediante il divieto di commissioni per la distribuzione. A questo aggiungasi che la CFB non ne sarebbe abilitata dal punto di vista giuridico. La CFB propone invece di accrescere la trasparenza riguardante le commissioni per la distribuzione, indipendentemente dal prodotto, nei confronti degli clienti finali ("point of sale disclosure"). I gestori patrimoniali dovrebbero informare anticipatamente i propri clienti in merito ai parametri di calcolo e i margini di fluttuazione delle commissioni per la distribuzione delle diverse classi di prodotti. Dietro richiesta i clienti dovrebbero anche venir informati sull'ammontare delle prestazioni già ottenute da parte di terzi, nella misura in cui le stesse possano essere chiaramente attribuite ad una specifica relazione cliente con un dispendio ragionevole (come p.es. nel caso di retrocessioni su provvigioni di mediazione o commissioni di deposito). Tale misura corrisponderebbe in larga misura anche alla regolamentazione della MiFID e giustificerebbe la rinuncia ad una maggior trasparenza nell'ambito delle commissioni per la distribuzione a livello del prodotto quale p.es. i fondi di investimento. Benché una tale misura sia auspicabile, necessiterebbe di una concertazione internazionale, per impedire una distorsione della concorrenza nella distribuzione internazionale.

Con il presente documento consultivo la CFB dà avvio a una indagine conoscitiva riguardante il progetto di circolare "Regole quadro della gestione patrimoniale". Il progetto contiene già una proposta di "point of sale disclosure", che non dovrebbe concernere soltanto le banche, i commercianti di valori mobiliari e i titolari di un'autorizzazione ai sensi della legge sugli investimenti collettivi, bensì anche i gestori patrimoniali, le cui organizzazioni di categoria intendono sottoporre alla CFB i propri standard professionali per ottenere il loro riconoscimento quale standard minimo ai sensi della legge sugli investimenti collettivi di capitale. Di conseguenza ciò concernerebbe praticamente l'intero settore della gestione patrimoniale in Svizzera.



Key points

Modern asset management is characterised by a value chain made up of numerous elements. A range of providers and intermediaries are involved in the entire process or with individual services. Throughout the distribution process, they are remunerated in part by means of distribution compensation. This takes the form of financial or other benefits given by the producers of financial products to their distribution partners. If these also have duties of loyalty to their clients, this can result in conflicts of interest. Those affected must address these conflicts in an appropriate manner to ensure that their clients are not disadvantaged. This applies just as much to the financial sector as to other areas of the economy such as the healthcare sector or the travel industry, where third-party products and services are distributed by people whose primary task has to be to advise their clients.

The SFBC has considered the issue of distribution compensation in investment fund business and the use of external asset managers several times in recent years. At the end of 2006 it decided to look in more depth at distribution compensation in relation to potential conflicts of interests, with a view to improving transparency with regard both to such conflicts and to distribution costs (Chapter 1). To this end it established an internal project group which, following preliminary research in the first half of 2007, conducted in-depth workshops with selected banks, asset managers and fund managers as well as with experts in this area (Chapter 2). This discussion paper is based on these workshops and presents a detailed insight into the value chain for asset management and for the distribution of financial products. It highlights the problems and conflicts of interest that can arise in connection with distribution compensation and sets out the measures, organisational and otherwise, that can be taken to ensure that these potential conflicts do not disadvantage clients (Chapters 3 and 4). The particular characteristics and business models for the distribution of investment funds, exchange traded funds and structured products (Chapter 5) and the status of “independent” or “external” asset managers (Chapter 6) are also presented in detail. The description of the legal framework is clearly geared towards Swiss supervisory law, but also touches on civil-law aspects and both European (MiFID) and German legislation. The SFBC is not a civil court judge, however, and therefore refrains from expressing any opinions on civil law. Aspects relating to criminal, competition and other areas of law are not covered (Chapter 7). Following a conclusion, the action required from a supervisory law perspective and the options for taking this action are put forward in Chapter 8.

The paper reaches the following conclusion: the currently dominant model for the distribution of financial products contains many conflicts of interest, as products are largely offered and distributed by producers and distribution partners (“pushing”), and only rarely actively demanded by clients (“pulling”). One reason for this could be the inadequate level of information and the lack of market power among smaller clients. In any event, other business models in which advisory costs are wholly covered by investors have so far failed to make a lasting impression. Relationships with institutional investors are very different, but the SFBC’s investigations did not find any indication that distribution compensation actually has a negative impact on the quality of asset management



services. In fact, distribution compensation is likely to have little direct impact on product selection. All the providers observed have taken organisational precautions to guard against corresponding incentives for cheating their clients.

While the discussion paper is in favour of limited supervisory measures, it stops short of proposing any radical solutions. In particular, the SFBC believes it would be neither appropriate nor useful to force a change to the current distribution model by banning distribution compensation. Nor would the SFBC have the legal authority to do this. However, the SFBC is proposing greater non-product-specific transparency of distribution compensation for end clients ("point of sale disclosure"). Asset managers should inform their clients in advance of the calculation parameters and ranges for possible third-party distribution compensation for the various different product classes. Where requested by clients, amounts already received by third parties would also have to be disclosed, provided that with reasonable effort they could be clearly attributed to a specific client relationship (e.g. "retrocessions" on brokerage fees or custody fees). This step would also be largely in line with MiFID regulations and would justify the decision not to seek greater transparency of distribution compensation at the level of individual products, such as investment funds. This would be desirable in itself, but would require an international consensus to prevent competition distortions in cross-border business.

In parallel with this discussion paper the SFBC is also opening a hearing on a draft circular entitled "Cornerstones of Asset Management". The circular already contains a proposal for a "point of sale disclosure" as mentioned above. This would not only cover the banks, securities traders and licence holders governed by the Collective Investment Schemes Act, but would also have to be observed by all asset managers whose industry organisations wish to have their professional standards recognised by the SFBC as minimum standards under the Collective Investment Schemes Act. Ultimately, therefore, it would encompass practically the entire asset management sector in Switzerland.



Fragen an die Diskussionsteilnehmer

Die EBK lädt alle Interessenten ein, sich zu den in diesem Diskussionspapier aufgeworfenen Fragen zu äussern. Sie ersucht um eine Stellungnahme bis am 10. November 2008.

Stellungnahmen sind in jedem Fall in elektronischer Form (E-Mail oder elektronischer Datenträger) einzureichen. Ohne gegenteilige Mitteilung geht die EBK davon aus, dass die Interessenten mit einer Publikation ihrer Stellungnahme einverstanden sind.

Interessenten sind gebeten, sich insbesondere zu folgenden Fragen zu äussern:

1. Welche praktische Bedeutung haben die Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten für die am Vertrieb beteiligten Intermediäre und die institutionellen und privaten Anleger?
2. Soll sich die EBK als Aufsichtsbehörde über Banken und Wertschriftenmärkte vermehrt mit diesen Fragen und generell mit dem Vertrieb von Finanzprodukten und den Rahmenbedingungen für Vertriebspartner befassen?
3. Ist dabei möglichst ein „produkteunabhängiger“ Ansatz zu verfolgen, welcher alle aus Sicht der Anleger gleichwertigen Finanzprodukte einheitlich behandelt?

Mit Blick auf die kommende Integration von Banken-, Wertschriften- und Versicherungsaufsicht in der FINMA:

Soll ein solcher produkteunabhängiger Ansatz auch Versicherungsprodukte erfassen?

4. Inwiefern besteht ein aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf und welche der in Kapitel 8 geschilderten Ansätze soll die EBK gegebenenfalls weiterverfolgen? Gibt es weitere?



Questions aux participants à l'audition

La CFB invite tous les intéressés à s'exprimer sur les questions formulées dans ce document de discussion. Les prises de position peuvent lui être adressées jusqu'au 10 novembre 2008.

Les prises de position doivent être envoyées en tous les cas sous forme électronique (par email ou support de données électronique). Sans indication contraire, la CFB part du principe que les intéressés donnent leur accord pour que leur prise de position soit publiée.

Les personnes intéressées sont priées de se prononcer en particulier sur les questions suivantes :

1. Quelles implications pratiques ont les systèmes d'incitation et les conflits d'intérêts lors de la distribution de produits financiers pour les intermédiaires impliqués dans la distribution et pour les investisseurs institutionnels et privés?
2. La CFB doit-elle, en tant qu'autorité de surveillance bancaire et des marchés de valeurs mobilières, se consacrer davantage à ces questions et de manière générale à la distribution de produits financiers et aux conditions-cadres pour les partenaires de distribution?
3. Doit-on suivre autant que possible une approche « indépendante des produits », qui traite de façon uniforme tous les produits financiers équivalents du point de vue des investisseurs ?

Au vu de la prochaine intégration de la surveillance bancaire, des valeurs mobilières et des assurances dans la FINMA:

Une telle approche « indépendante des produits » doit-elle aussi inclure les produits d'assurance?

4. Dans quelle mesure une intervention du point de vue du droit de surveillance est-elle nécessaire et, le cas échéant, laquelle des approches décrites au chapitre 8 doit-elle être suivie par la CFB ? Y en a-t-il d'autres ?



Domande ai partecipanti dell'indagine conoscitiva

La CFB invita tutti gli interessati ad esprimersi in merito alle domande esposte nel presente documento consultivo. Le prese di posizione devono essere inoltrate alla CFB entro il 10 novembre 2008.

Le prese di posizione devono in ogni caso essere inoltrate in forma elettronica (e-mail o supporto elettronico). Salva comunicazione contraria la CFB presume che gli interessati acconsentano alla pubblicazione della loro presa di posizione.

Le persone interessate sono invitate a esprimersi in particolare in merito alle seguenti domande:

1. Quale rilevanza pratica hanno i sistemi di incentivo e i conflitti di interesse nella distribuzione di prodotti finanziari per gli intermediari attivi nella distribuzione nonché per gli investitori istituzionali e privati?
2. È auspicabile che la CFB quale autorità di vigilanza sulle banche e i mercati dei valori mobiliari si chini più frequentemente su tali problemi e in generale sulla distribuzione di prodotti finanziari e sulle condizioni quadro per partner nella distribuzione?
3. È preferibile un approccio "indipendente dai prodotti", che tratti in modo uniforme tutti i prodotti equivalenti dal punto di vista degli investitori?

In vista della prossima integrazione della vigilanza sulle banche, sui valori mobiliari e sulle assicurazioni nella FINMA:

Un approccio neutrale dal punto di vista dei prodotti dovrebbe includere anche prodotti assicurativi?

4. In quale misura esiste una necessità di intervento dal punto di vista del diritto della vigilanza e quale delle opzioni descritte nel capitolo 8 deve all'occorrenza essere seguito da parte della CFB? Ve ne sono altri?



Questions for discussion participants

The SFBC would like to invite all interested parties to give their views on the issues raised in this discussion paper. Opinions are requested by 10 November 2008 and should be submitted in electronic form (e-mail or electronic data carrier).

In the absence of any indication to the contrary, the SFBC will assume that interested parties consent to their opinions being published.

Interested parties are asked to comment on the following questions in particular:

1. What are the practical implications of incentive systems and conflicts of interest regarding the distribution of financial products for the intermediaries involved in distribution and for institutional/private investors?
2. Should the SFBC in its capacity as the supervisory authority for banks and securities markets devote more time to these issues and to the distribution of financial products and conditions for distribution partners generally?
3. Should it adopt the most “non-product-specific” approach possible to ensure uniform treatment for all financial products which are equivalent from an investor perspective?

With a view to the impending integration of banking, securities and insurance supervision in the new FINMA authority:

Should a non-product-specific approach of this kind also include insurance products?

4. To what extent is action required under supervisory law, and which of the approaches presented in Chapter 8 should the SFBC continue to pursue where necessary? Are there any others?



Inhaltsverzeichnis

Kernpunkte.....	2
<i>Eléments principaux.....</i>	<i>4</i>
<i>Punti principali.....</i>	<i>6</i>
<i>Key points</i>	<i>8</i>
Fragen an die Diskussionsteilnehmer	10
Questions aux participants à l'audition	11
Domande ai partecipanti dell'indagine conoscitiva.....	12
Questions for discussion participants	13
Inhaltsverzeichnis.....	14
Verzeichnis der Textboxen	17
Abkürzungsverzeichnis	19
1 Einleitung.....	20
2 Zielsetzung und Vorgehen	21
3 Problemfelder.....	22
4 Wertschöpfungskette im Vermögensverwaltungsgeschäft.....	24
4.1 Modelle der Vermögensverwaltung	26
4.1.1 Vermögensverwaltung / Asset Management	28
4.1.2 Anlageberatung.....	30
4.1.3 Execution Only	32
4.1.4 Abgrenzung	33
4.2 Geschäftsmodelle aus Anbietersicht	34
4.2.1 Universalbank.....	35



4.2.2	Vermögensverwaltungsbank.....	36
4.2.3	Fondsanbieter	37
4.2.4	Unabhängiger Vermögensverwalter	38
4.3	Organisation des Anlageprozesses („Modellbank“).....	38
4.3.1	Geschäftseinheit „Privatkunden“	38
4.3.2	Geschäftseinheit „Asset Management“	40
4.3.3	Geschäftseinheit „Investment Banking“	43
5	Besonderheiten beim Vertrieb von Anlagefonds, Exchange Traded Funds und Strukturierten Produkten.....	44
5.1	Anlagevehikel für die Vermögensverwaltung	44
5.1.1	Fonds	45
5.1.2	Exchange Traded Funds.....	46
5.1.3	Strukturierte Produkte	48
5.2	Vergütung durch den Anleger.....	49
5.2.1	Fonds	50
5.2.2	Exchange Traded Funds.....	52
5.2.3	Strukturierte Produkte	52
5.3	Vertrieb	54
5.3.1	Struktur.....	54
5.3.2	Vergütung des Vertriebs durch den Anbieter.....	55
5.3.3	Abgrenzung zu vom Anleger gezahlten Vergütungen	56
6	Beizug unabhängiger Vermögensverwalter	57
6.1	Grundsätzliches und Interessenlage	57
6.2	Beziehungen untereinander.....	59
6.3	Überlegungen und Praxis der Banken und Effekthändler	60
7	Rechtlicher Rahmen	63
7.1	Gegenstand	63
7.2	Zivilrecht.....	63
7.3	Aufsichtsrecht und Selbstregulierung	66
7.3.1	Kollektivanlagengesetz und Selbstregulierung	67



7.3.2	Börsengesetz und Selbstregulierung	68
7.3.3	Selbstregulierung unabhängiger Vermögensverwalter	69
7.3.4	Recht der institutionellen Anleger	69
7.4	Deutsches Recht	70
7.5	Europäisches Recht – MiFID	70
8	Aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf und -ansätze.....	72
8.1	Fazit: naturgemäss bestehende potentielle Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten / hohe Vertriebsvergütungen.....	72
8.2	Rolle der EBK als Aufsichtsbehörde.....	74
8.3	Von der EBK in den letzten Jahren verfolgte Ansätze zu Vertriebsfragen	75
8.4	Verzicht auf zusätzliche aufsichtsrechtliche Vorgaben – ausschliessliches Abstützen auf das Zivilrecht (unter Beachtung des Sonderprivatrechts in der Kollektivanlagengesetzgebung)?.....	77
8.5	Aufsichtsrechtliche Durchsetzung zivilrechtlicher Vorgaben?	78
8.6	Verbot von Vertriebsvergütungen?	78
8.7	Zusätzliche Transparenz-Vorgaben an Verträge und weitere Dokumente?	79
8.8	Produkttransparenz?	80
8.9	Transparenz am „Point of Sale“?	81
8.10	Organisationsvorgaben zum Umgang mit Interessenkonflikten?	82
8.11	Vorläufige Schlussfolgerung: aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf hinsichtlich einer verstärkten Transparenz am „Point of Sale“	83
	Ausgewählte Literatur	86



Verzeichnis der Textboxen

Textbox Nr. 1: Wirtschaftliche Bedeutung der Vermögensverwaltung	22
Textbox Nr. 2: Glossar – Vergütungen beim Vertrieb von Finanzprodukten	23
Textbox Nr. 3: Interessenkonflikte in der Vermögensverwaltung.....	25
Textbox Nr. 4: Fragen aus Anlegersicht.....	27
Textbox Nr. 5: Interessenkonflikte bei Vermögensverwaltungsmandaten	29
Textbox Nr. 6: Interessenkonflikte bei der Anlageberatung	31
Textbox Nr. 7: Interessenkonflikte bei Execution Only.....	33
Textbox Nr. 8: Mehrschichtige Interessenkonflikte auf Anbieterseite	34
Textbox Nr. 9: Anreize zum Vertrieb eigener Produkte.....	36
Textbox Nr. 10: Einfluss der Geschäftsstrategie von Vermögensverwaltungsbanken auf Interessenkonflikte.....	37
Textbox Nr. 11: Erhebliche Bedeutung nicht genehmigter Fonds.....	46
Textbox Nr. 12: Auswirkung der Kosten auf die Anlageentwicklung	49
Textbox Nr. 13: Total Expense Ratio (TER) als Kostenindikator.....	52
Textbox Nr. 14: Einfluss von Vertriebsvergütungen auf die Anlageberatung bzw. den Anlageentscheid	56
Textbox Nr. 15: Interessenkonflikte im Geschäftsmodell der unabhängigen Vermögensverwalter.....	62



Eidgenössische Bankenkommission
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

Textbox Nr. 16: Vertriebsvergütungen im schweizerischen Vermögensverwaltungsgeschäft.....	74
Textbox Nr. 17: Eckwerte zur Vermögensverwaltung	84



Abkürzungsverzeichnis

BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995
BPV	Bundesamt für Privatversicherungen
BSV	Bundesamt für Sozialversicherungen
EBK	Eidg. Bankenkommission
FINMA	Eidg. Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007
GwG	Bundesgesetz zur Bekämpfung der Geldwäscherei im Finanzsektor vom 10. Oktober 1997
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen vom 20. November 2006
Kst GwG	Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei
LugÜ	Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Vollstreckung gerichtlicher Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen vom 16. September 1988
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente
OR	Bundesgesetz über die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SFA	Swiss Funds Association
VSV	Verband Schweizerischer Vermögensverwalter



1 Einleitung

Die EBK untersuchte in den letzten Jahren wiederholt einzelne Vergütungen im Vermögensverwaltungsgeschäft. 1999 nahm sie sich der Problematik nicht risikogerechter Anreizwirkungen von Bonus- und Gewinnbeteiligungssystemen an und formulierte 2001 aufgrund einer vertieften Analyse bei ausgewählten Banken mehrere Eckwerte zur Ausgestaltung variabler Lohnsysteme im Sinne einer „good market practice“.¹ 2002 und 2003 überprüfte sie bei einer repräsentativen Auswahl an Banken deren Geschäftsbeziehungen mit unabhängigen Vermögensverwaltern. Gegenstand der Schwerpunktprüfung waren unter anderem Vergütungen der Banken an unabhängige Vermögensverwalter.² 2003 und 2004 befasste sich die EBK mit der Preisgestaltung bei Anlagefonds.³ Zu den steigenden Fondskosten äusserte sie sich 2005. Sie wirkte darauf hin, dass von der SFA eine Richtlinie für mehr Transparenz erlassen wurde, welche die EBK als aufsichtsrechtlichen Mindeststandard anerkannte, wobei indes die Inkraftsetzung der Bestimmung zur Aufschlüsselung der sog. Verwaltungskommission nach den Bestandteilen Leitung, Asset Management und Vertrieb aufgeschoben wurde.⁴

Mit Urteil vom 22. März 2006 entschied das Bundesgericht einen zivilrechtlichen Streitfall zwischen einem unabhängigen Vermögensverwalter und dessen Kunden. Es verpflichtete den Vermögensverwalter, seinem Kunden „Retrozessionen“ weiterzugeben, die er von der kontoführenden Bank erhalten hatte. Das Gericht stützte sich dabei auf das allgemeine Auftragsrecht und verneinte im betreffenden Fall einen rechtsgültigen Verzicht des Kunden auf Ablieferung der erhaltenen Vergütungen.⁵

Dieses Urteil fand nicht nur in der juristischen Fachwelt, sondern vor allem in den Tagesmedien starke Beachtung. Dabei wurden häufig auch Überlegungen angestrengt, welche Auswirkungen das Urteil auf Banken haben könnte. Zum einen wurde die Frage aufgeworfen, wie es sich in diesem Zusammenhang mit Vergütungen verhält, die Banken selbst vereinnahmen. Zum anderen wurde die Beziehung zwischen einer Bank und einem unabhängigen Vermögensverwalter aus Sicht der Bank betrachtet und gefragt, unter welchen Prämissen die Bank dem Vermögensverwalter Vergütungen entrichten dürfe.

Die EBK setzte sich 2006 mit den Auswirkungen des Urteils auf den von ihr überwachten Finanzsektor auseinander und gelangte zum Schluss, dass kein unmittelbarer regulatorischer Handlungsbedarf bestehe. Gleichzeitig beschloss sie jedoch, das Thema unter dem Gesichtswinkel möglicher Interessenkonflikte und ihrem Bestreben nach vermehrter Transparenz über solche Konflikte und über Vertriebskosten zu vertiefen.⁶

¹ EBK-Jahresbericht 1999 S. 57 f., 2000 S. 49 f. und 2001 S. 55 f. (abrufbar unter www.ebk.admin.ch).

² EBK-Jahresbericht 2002 S. 46, 2003 S. 74 f. und 2004 S. 47 f.

³ EBK-Jahresbericht 2003 S. 86 f. und 2004 S. 68 f.

⁴ EBK-Jahresbericht 2005 S. 72 ff. und 2006 S. 55 f.

⁵ BGE 132 III 460 (abrufbar unter www.bger.ch).

⁶ EBK-Jahresbericht 2006 S. 40.



2 Zielsetzung und Vorgehen

Ziel des vorliegenden Diskussionspapiers ist eine Auseinandersetzung mit den Problemen, die sich im Zusammenhang mit Vertriebsvergütungen ergeben können, und die Klärung, inwieweit sich daraus Handlungsbedarf ergibt. Diese Auseinandersetzung und Klärung erfolgen aus aufsichtsrechtlicher Sicht, d.h. aus Sicht der EBK als Aufsichtsbehörde über den Banken-, den Börsen- und Effektenhandels- sowie den Kollektivanlagenbereich, und basiert auf dem einschlägigen Aufsichtsrecht inklusive Selbstregulierung. Nicht behandelt wird der Vertrieb von Versicherungsprodukten. Zivilrechtliche Aspekte werden angesprochen. Auf straf-, wettbewerbs- und weitere rechtliche Aspekte wird nicht eingegangen.

2007 setzte die EBK eine interne Projektgruppe ein und beauftragte diese, eine Ausleageordnung zu den relevanten Vergütungsformen zu erstellen und Zahlen zu deren wirtschaftlicher Bedeutung zu sammeln.⁷ Die Mitglieder der Projektgruppe führten dabei unter Beizug eines externen Experten mehrere Workshops bei repräsentativen Marktteilnehmern durch, an denen Fragen der Wertschöpfungskette, insbesondere der Herstellung eigener Produkte, des Einkaufs fremder Produkte und des Vertriebs von Produkten, der massgebenden Zahlungsflüsse, der Anreize für Mitarbeitende, des Umgangs mit möglichen Interessenkonflikten, der Ausbildung und Überwachung von Mitarbeitenden sowie Anliegen der EBK besprochen wurden. Die EBK nahm dabei auch Einblick in die konkreten Geschäftstätigkeiten der Institute und entsprechende Unterlagen. Bei ihren Untersuchungen unternahm die EBK indes keine systematische Analyse sämtlicher Kundenportfolios, sondern begnügte sich mit einzelnen Stichproben bzw. aggregierten Geschäftszahlen. Für eine systematische Analyse sämtlicher Kundenportfolios fehlten die personellen und zeitlichen Ressourcen. Die EBK ist der Auffassung, dass ihre nachfolgenden Ausführungen auch ohne eine solche Analyse zutreffend sind.

Zum besseren Verständnis werden nachfolgend zunächst die Grundlagen dargestellt. Nach einer kurzen Übersicht über die Problemfelder (Kapitel 3) erfolgt eine ausführliche Darstellung der Wertschöpfungskette im Vermögensverwaltungsgeschäft (Kapitel 4) samt der Besonderheiten beim Vertrieb von Anlagefonds, Exchange Traded Funds und Strukturierten Produkten (Kapitel 5) sowie beim Beizug unabhängiger Vermögensverwalter (Kapitel 6). Eine Fokussierung auf Anlagefonds, Exchange Traded Funds und Strukturierte Produkte scheint sachgerecht, da Vertriebsvergütungen gerade bei diesen Produkten Gegenstand des öffentlichen Interesses sind. Nach einem vorwiegend aufsichtsrechtlichen Abriss (Kapitel 7) wird auf die Frage des aufsichtsrechtlichen Handlungsbedarfs und möglicher Handlungsansätze eingegangen (Kapitel 8). Dabei bildet Ausgangspunkt die Sicht der Kleinanleger („Retailkunden“).⁸

⁷ EBK-Jahresbericht 2007 S. 84 und 87 f.

⁸ Im vorliegenden Diskussionspapier wurde nicht stets auf eine geschlechtsneutrale Formulierung einzelner Bezeichnungen geachtet. Ausführungen für Anleger gelten auch für Anlegerinnen, solche für Mitarbeiter auch für Mitarbeiterinnen usw.



Textbox Nr. 1: Wirtschaftliche Bedeutung der Vermögensverwaltung

2007 beaufsichtigte die EBK 337 Banken, 69 Effektenhändler sowie 46 Fondsleitungen. Davon betreiben knapp 200 Banken fast ausschliesslich das Vermögensverwaltungsgeschäft. Für zahlreiche weitere einschliesslich der beiden Grossbanken als grösste Vermögensverwalter in der Schweiz bildet die Vermögensverwaltung ein wesentliches Standbein. Etwa 300 Banken verfügen nebst ihrer Bewilligung als Bank auch über eine Effektenhändlerbewilligung. An genehmigungspflichtigen Produkten waren 2007 in der Schweiz über 1'200 inländische und über 4'500 ausländische Anlagefonds zugelassen.

Die Schweiz hält einen Anteil von gut einem Drittel am weltweiten grenzüberschreitenden Vermögensverwaltungsgeschäft und der Wertschriftenbestand in Kundendepots betrug 2007 über 5'200 Mrd. Franken. Der Finanzsektor (inklusive Versicherungen) erwirtschaftet knapp einen Siebtel der Wertschöpfung der Schweizer Volkswirtschaft und beschäftigt über fünf Prozent der Arbeitskräfte.

(Quellen: Bundesamt für Statistik, EBK, Eidg. Finanzdepartement, Schweizerische Nationalbank)

3 Problemfelder

Die Problemfelder liegen jeweils in den unterschiedlichen Beziehungen, die im Rahmen der Wertschöpfungskette im Vermögensverwaltungsgeschäft (Kapitel 4) zum Tragen gelangen. So stellen Banken (selbst oder durch Gruppengesellschaften) teils eigene Produkte her (z.B. Anlagefonds oder Strukturierte Produkte; vgl. Kapitel 5) und vertreiben diese selbst oder ziehen dazu Dritte bei. Teils werden Banken auch selbst von Dritten beigezogen, um deren Produkte zu vertreiben. Im Rahmen dieses Vertriebs fliessen bank(konzern)intern sowie im Verhältnis zu Dritten Vergütungen.

Zuweisung von Vergütungen

Wem diese Vergütungen zustehen, musste vom Bundesgericht im einleitend erwähnten Urteil – da es sich nicht um solche Vergütungen handelte – nicht entschieden werden und wird seither kontrovers diskutiert. Einerseits gibt es Stimmen, die der Auffassung sind, diese Vergütungen seien das Entgelt einer Bank für Vertriebs- und andere Dienstleistungen. Andere Autoren proklamieren, die Vergütungen müssten den Bankkunden zukommen (Abschnitt 7.2). Letztere stehen zur Bank in ganz unterschiedlichen Beziehungen, indem sie ihre bei der Bank deponierten Vermögenswerte entweder selbst verwalten (und hierzu gegebenenfalls durch die Bank beraten werden) oder aber der Bank einen Auftrag samt Vollmacht zur Vermögensverwaltung erteilen (Abschnitt 4.1). In einzelnen Fällen werden Beratung oder Vermögensverwaltung auch durch Dritte wahrgenommen, sog. unabhängige („externe“) Vermögensverwalter (Kapitel 6).

Interessenkonflikte und Anreize

Herstellung und Vertrieb von Produkten mit entsprechenden Vergütungen können – je nach konkreter Ausgestaltung der einzelnen Prozesse – zu Interessenkonflikten führen. Es stellt sich daher die Frage, inwieweit potentielle oder aktuelle Konflikte das Verhal-



ten von Bankmitarbeitenden beeinflussen (könnten) und wie die Banken mit derartigen Anreizsystemen umgehen. Werden zudem unabhängige Vermögensverwalter beigezogen, erweitert sich das Feld der Anreize und Interessen.

Transparenzanforderungen

Im Anschluss an das erwähnte Bundesgerichtsurteil wurde insbesondere die Frage aufgeworfen, inwieweit Banken sicherzustellen haben (z.B. durch Einholen einer entsprechenden Zusage oder gar durch Stichproben-Kontrolle), ob und wie externe Vermögensverwalter Vergütungen, die sie von einer Bank erhalten, – soweit eine solche Pflicht besteht – ihrer Kundschaft gegenüber offen legen und an jene weitergeben. Ganz allgemein stellt sich die Frage des Verhältnisses zwischen Transparenz und Aufklärung auf Ebene der Produktion bzw. des Produkts sowie beim Vertrieb und Verkauf (Abschnitte 8.8 und 8.9).

Textbox Nr. 2: Glossar – Vergütungen beim Vertrieb von Finanzprodukten

Nicht erst seit dem Bundesgerichtsentscheid vom März 2006 werden im vorliegenden Zusammenhang unterschiedliche Begriffe für verschiedene Sachverhalte verwendet. Diese Begriffe sind zu einem grossen Teil im Recht nicht definiert, so dass es schwierig ist, allein aus ihrer Bezeichnung etwas Rechtliches abzuleiten.

In diesem Diskussionspapier wird von **Vertriebsvergütungen (commissions de distribution; distribution compensation)** als Oberbegriff ausgegangen.⁹ Dies können nebst finanziellen Zuwendungen auch geldwerte Leistungen in Form von Natural- oder Dienstleistungen sein (z.B. Zugang zu Studien- und Analyseergebnissen). Im ersten Fall wird im englischen Sprachraum vereinfachend von „**hard commissions**“, im zweiten von „**soft commissions**“ gesprochen. Finanzielle Zuwendungen können **direkt** oder **indirekt** erfolgen (bspw. durch Rabatte).

Im Fondsbereich wird bei der Ausgabe eines Anlagefonds teilweise eine **Ausgabe-kommission (commission d'émission; issue fee)** verlangt; analog ist bei der Rückgabe der Anteile teils eine **Rücknahmekommission (commission de rachat; redemption fee)** geschuldet. Während diese Beträge je einmalig erhoben und den Anlegerinnen und Anlegern direkt belastet werden („upfront“), erfolgt eine wiederkehrende, meist jährliche Belastung des Fondsvermögens mit einer **Verwaltungskommission (commission de gestion; management fee)** für Leitung, Verwaltung („Asset Management“) und Vertrieb. Ebenso wird bei der individuellen Vermögensverwaltung das Honorar für die diskretionäre Verwaltung der entsprechenden Vermögenswerte bezeichnet. Die Verwaltungskommission kann auch erfolgsabhängig sein („**performance fee**“). Jener Teil der Verwaltungskommission, welcher im Fondsbereich als Vergütung zu den Vertriebspartnern fliesst, wird gemeinhin **Bestandespflegekommission (commission d'état; trailer fee)** genannt. Für Zahlungen aus dem Bestandteil Vertrieb der Verwaltungskommission an bestimmte institutionelle Anleger, die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise Fondsanteile für Dritte halten (insb. Lebensversicherungen und

⁹ Im Bereich der Mehrwertsteuer wird unter „Vertriebsentschädigung“ ein von der Steuer ausgenommenes Entgelt für den Vertrieb von Kollektivanlagen verstanden. Die Abgrenzung zur „Bestandespflegeentschädigung“ ist seit Januar 2007 hinfällig, da seitdem auch letztere von der Steuer ausgenommen ist.



Pensionskassen), wird der Begriff **Rückvergütungen (rétrocessions; reimbursements)** gebraucht.¹⁰

Während Fondsanteile grundsätzlich zum aktuellen Inventarwert gezeichnet bzw. zurückgenommen werden, wird bei der Emission von Strukturierten Produkten oft ein Kaufpreis fällig, der über dem theoretischen Marktwert des Produkts liegt. Beim späteren Handel mit Strukturierten Produkten im Sekundärmarkt wird beim Verkauf durch den Anleger ein Betrag vergütet, der unter dem eigentlichen Marktpreis liegt, während andere Anleger zu einem höheren Preis kaufen können. Die Differenz, der sog. **Spread**, wird somit den Anlegern bei jeder Transaktion belastet und entschädigt die Market Maker des Produktes für die Bereitstellung der Liquidität. Wie bei Fonds können auch bei Strukturierten Produkten **Verwaltungskommissionen (commissions de gestion; management fees)** erhoben werden. Die konkrete Ausgestaltung der Vergütungsstrukturen variiert jedoch von Produkt zu Produkt.

Für ihre Dienstleistungen erheben Banken von ihren Kunden verschiedene **Kommissionen (commissions; fees)**, insb. eine **Depotkommission (commission de garde de titres; custody fee)** für die Aufbewahrung und technische Verwaltung von Vermögenswerten sowie **Courtage (courtages; brokerage fees)** bei der Ausführung einzelner Transaktionen. Ein Teil dieser Vergütungen wird an unabhängige Vermögensverwalter weitergeleitet, soweit diese die entsprechenden Vermögenswerte gestützt auf eine Vollmacht betreuen. Dabei wird oft von „**Retrozessionen**“ („**rétrocessions**“; „**retrocessions**“) gesprochen. Wer einer Bank Vermögenswerte zuführt, erhält dafür zum Teil eine **Beibringungskommission (commission d'apport; finder's fee)**, die einmalig oder – als **Bestandespflegekommission (commission d'état; holding fee)** – wiederkehrend entrichtet wird.

4 Wertschöpfungskette im Vermögensverwaltungsgeschäft

Aus Sicht der Anlegerinnen und Anleger läuft die Anlage von Vermögenswerten am Finanzmarkt im wesentlichen nach dem folgenden Muster ab: Zuerst verschafft sich der Anleger ein Bild vom Finanzmarkt und den erwarteten Entwicklungen (**Research**). Danach trifft er unter Berücksichtigung seiner Situation, seinen Bedürfnissen und Präferenzen den **Anlageentscheid**. Dieser kommt durch Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten (Aktien, Obligationen, Derivaten etc.) zur **Ausführung**. Die gekauften Titel werden nachher bis zum Verkauf bei einer Depotstelle **verwahrt**. Diese, sehr grobe Wertschöpfungskette ist prinzipiell für alle Anleger, unabhängig von ihrem Hintergrund und der Grösse des Vermögens, gleich. Würde jedoch jeder Anleger für sich alle Schritte selbständig durchführen, führte dies zu erheblichen Ineffizienzen, da nicht jeder Anleger über Wissen und Ressourcen verfügt, eine für ihn optimale Anlagestrategie zu entwickeln, umzusetzen und zu überwachen.¹¹ Ausserdem sind die aus Risikosicht nö-

¹⁰ Vgl. Art. 37 f. KKV und die von der EBK als Mindeststandard anerkannten Richtlinien der SFA für Transparenz bei Verwaltungskommissionen von 2005.

¹¹ Zudem sind bestimmte Aktivitäten wie z.B. Börsenhandel oder die Verwahrung von Wertschriften bewilligungspflichtig. Der Anleger muss für diese Aktivitäten zwingend auf bewilligte Dienstleister zurückgreifen.

tigen Diversifikations- und Absicherungsstrategien erst ab einer gewissen Vermögensgrösse sinnvoll einsetzbar.



Es bietet sich daher an, einige oder auch alle Elemente der Wertschöpfungskette nicht selber zu erbringen, sondern einzukaufen. Auf diese Weise werden bestimmte Prozesse von einem Anbieter für mehrere Anleger erbracht, wodurch sich quantitative und qualitative Skaleneffekte erzielen lassen. Dieses Zusammenlegen von Interessen findet aus Sicht des Anlegers auf zwei Arten statt. Zum einen kann er Elemente der Wertschöpfungskette, wie z.B. Research oder das Festlegen der Anlagestrategie, als **Dienstleistung** beziehen. Die Anbieter erbringen ihre Dienstleistungen ihrerseits für mehrere Anleger, die von den im Vergleich zum eigenständigen Vorgehen grösseren Möglichkeiten eines spezialisierten Anbieters profitieren. Zum anderen kann der Anleger in **Finanzprodukte** wie Anlagefonds oder Strukturierte Produkte investieren. Diese enthalten Portfoliomanagement-Dienstleistungen implizit und können, bedingt durch die Zusammenfassung des Vermögens vieler Anleger, effizient am Markt auftreten. In der Praxis wenden Anleger beide Strategien parallel an. Je nach Präferenz und Vermögensgrösse haben sie in Einzelinstrumente wie auch Fonds und Strukturierte Produkte gleichzeitig investiert. Dies gilt sowohl für private als auch für institutionelle Anleger. Zu letzteren zählen auch die Kollektivanlagevehikel selber.¹²

Textbox Nr. 3: Interessenkonflikte in der Vermögensverwaltung

Wie bei jeder Geschäftsbeziehung bestehen auch im Vermögensverwaltungsgeschäft sichtbare **Interessenkonflikte** zwischen Kunde und Anbieter: Der Kunde ist daran interessiert, Leistungen so günstig wie möglich zu beziehen, während der Anbieter für seine Tätigkeit so hoch wie möglich entschädigt werden möchte. Diese Art von Interessenkonflikt ist offensichtlich.¹³ Sowohl Kunden als auch Anbieter sind sich dem bewusst.

Problematischer sind die Zielkonflikte, die für einen der Beteiligten nicht sichtbar sind. Das Vermögensverwaltungsgeschäft ist für solche **intransparenten Zielkonflikte** besonders anfällig. Grund ist, dass es sich zum einen um langfristige Vertragsbeziehungen handelt. Zudem sind die Dienstleistungen als auch die Anlageprodukte heute sehr komplex, und man versteht sie ohne Fachwissen häufig nicht vollständig. Verschiedene Dienstleistungen wie Beratung, Portfoliomanagement und die Ausführung von Börsen-

¹² Kollektivanlagen wie Fonds können ihrerseits in Fonds investieren. Als Beispiel seien die Funds of Hedge Funds genannt.

¹³ Interessenkonflikte sind vor allem dann relevant, wenn die eine Vertragspartei von Gesetzes wegen auf Grund einer „Treuepflicht“ verpflichtet ist, (auch) die Interessen der anderen Vertragspartei zu wahren. Eine solche Pflicht kann sich bereits aus dem allgemeinen Auftragsrecht ergeben (vgl. Abschnitt 7.2) oder aber (zusätzlich) spezialgesetzlich normiert sein, so beispielsweise im Finanzmarktrecht (vgl. Abschnitt 7.3 sowie Fn. 78 und 97).

aufträgen werden gebündelt und dem Kunden als ganzheitliches Produkt angeboten und verrechnet. Zum anderen ist das primäre Qualitätsmerkmal, die Entwicklung des Anlagevermögens, zwar einfach zu messen. Zu beurteilen ist sie aber nur im Nachhinein und unter Beizug eines Vergleichsmassstabs. Dabei ist auch das eingegangene Risiko zu berücksichtigen.¹⁴ Das Fehlen oder die Wahl von ungeeigneten „Benchmarks“ verfälscht die Beurteilung. Weiter bestimmt nicht nur die Leistung des Vermögensverwalters, sondern auch das allgemeine Marktumfeld das Anlageergebnis. Es ist für die Anleger schwierig, die Leistung des Vermögensverwalters, Anlageberaters oder Portfolio-Managers von der allgemeinen Marktentwicklung zu trennen und die Leistung eines Vermögensverwalters zu erkennen.

Da die beschriebenen Interessenkonflikte kaum zu beseitigen sind, ohne das Vermögensverwaltungsgeschäft als ganzes in Frage zu stellen, müssen Vorkehrungen getroffen werden, um die Konflikte zu entschärfen. Es bietet sich an, die Anbieter zu vollständiger **Transparenz** zu verpflichten. Fraglich ist, welchen Nutzen der Anleger aus der Offenlegung ziehen würde. Er müsste alle ihm bereitgestellten Informationen auswerten und bei Bedarf reagieren. Während es zu ersterem hauptsächlich Zeit und Wissen braucht, über welches der Anleger unter Umständen nicht verfügt, bedarf er zur Durchsetzung seiner Interessen Marktmacht. Gerade kleinere und mittelgrosse Anleger verfügen nicht über diese. Transparenz führt somit nicht notwendigerweise zu niedrigeren Dienstleistungspreisen oder einer besseren Qualität, wenn der Markt keine Alternativen bietet. Die vorherrschenden Preisstrukturen reflektieren diesen Umstand: Je grösser das Vermögen eines Anlegers ist, desto günstiger bezieht er seine Dienstleistungen.

Als zweite Alternative kann die Aufsichtsbehörde bzw. der Gesetzgeber die Ausgestaltung von Geschäftsmodellen und Produkten regulieren.¹⁵ Häufig gelten solche mit dem Ziel des „Konsumentenschutzes“ erlassenen Regeln nur für kleinere oder mittlere Anleger, während grosse bzw. sophistizierte Anleger und Institutionelle aufgrund der ihnen zugebilligten Professionalität ausserhalb des definierten Rahmens agieren können.¹⁶ Weil sich dieser Rahmen nur mit Zeitverzögerung an Innovationen anpasst, werden kleinere und mittlere Kunden von Produktinnovationen ausgeschlossen. Ausserdem verursacht die Verpflichtung zur „retailgerechten“ Ausgestaltung weitere Kosten beim Anbieter und schirmt ihn vom Markt- und Kostendruck ab. Als Folge hat der Retail-Anleger weniger Produkte zur Auswahl – aber zu einem vergleichsweise hohen Preis.

4.1 Modelle der Vermögensverwaltung

Für die Anleger, sowohl private als auch institutionelle, bieten sich mehrere Möglichkeiten, um Dienstleistungen in der Vermögensverwaltung in Anspruch zu nehmen. Diese unterscheiden sich primär dadurch, welche Leistungstiefe von einem Anbieter bezogen wird.

¹⁴ Zusätzlich eingegangenes Risiko sollte sich in einer erhöhten Anlageperformance niederschlagen. Als Beispiel für eine Kennzahl, die das Verhältnis zwischen Anlageentwicklung und Risiko angibt, sei die Sharpe-Ratio (Reward-to-Variability-Ratio) angeführt.

¹⁵ Dieser Ansatz wird beispielsweise bei den Anlagefonds verfolgt; vgl. Abschnitt 7.3.1.

¹⁶ Dieser Ansatz findet sich etwa in der europäischen MiFID verwirklicht; vgl. Abschnitt 7.5.



Textbox Nr. 4: Fragen aus Anlegersicht

Insbesondere folgende Fragen sollten Anleger bei der Wahl einer Option oder eines bestimmten Finanzprodukts sich selbst bzw. ihrem Anlageberater oder Vermögensverwalter stellen:

1. Welches sind meine Bedürfnisse?

Wie hoch sind meine laufenden Ausgaben? Welche Anforderungen habe ich hinsichtlich Altersvorsorge und Vermögenswachstum? Wann brauche ich voraussichtlich das angelegte Vermögen? Welche Erfahrungen habe ich eigentlich in finanziellen Angelegenheiten?

2. Welches Risiko kann und will ich eingehen?

Kann ich allfällige Verluste mit meinem Einkommen ausgleichen und kann ich deshalb risikofreudiger vorgehen? Oder bin ich mittelfristig darauf angewiesen, von meinem Vermögen zu leben, und sollte ich daher zu grosse Risiken vermeiden? Verstehe ich die Risiken der Finanzmärkte und diejenigen der spezifisch in Frage stehenden Produkte und bin ich bereit, sie zu tragen?

3. Welche Dienstleistungen erwarte ich von meinem Anlageberater oder Vermögensverwalter?

Kann und will ich selber entscheiden oder will ich mich professionell beraten lassen?

4. Vertraue ich meinem Anlageberater oder Vermögensverwalter?

Hört er mir zu und geht er auf mich ein? Versteht er meine Situation? Welche Interessen verfolgt er?

5. Begründet der Anlageberater oder Vermögensverwalter seine Vorgehensweise?

Verstehe ich seine Vorschläge und erklärt er mir die Risiken der Produkte verständlich? Entspricht dies meinen individuellen Bedürfnissen? Drängt er mir Produkte auf?

6. Welche Kosten sind mit den empfohlenen Produkten verbunden?

Rechtfertigen die realistisch zu erwartende Rendite und das Risiko diese Kosten? Gibt es alternative Produkte mit weniger hohen Kosten und gleichem Profil?

7. Werde ich regelmässig und verständlich orientiert?

Sind die Informationen aussagekräftig und verständlich? Kann ich die Informationen objektiv beurteilen und vergleichen?

8. Entspricht die ausgeführte Anlagepolitik den Vereinbarungen?

Setzt der Anlageberater oder Vermögensverwalter das Vereinbarte um? Wird die Anlagepolitik in zeitlichen Abständen überprüft und an Änderungen in meiner Lebenssituation oder des Marktumfeldes angepasst?

9. Bin ich mit den Leistungen meines Anlageberaters oder Vermögensverwalters zufrieden?



Sind meine Bedürfnisse erfüllt? Inwieweit hat er – und nicht bloss die allgemeine Marktentwicklung – zum Erfolg meiner Anlagen beigetragen? Misst er seine Leistung an passenden Vergleichsmassstäben („Benchmarks“) und halten seine Leistungen einem Vergleich stand?

10. Rechtfertigen die Leistungen meines Anlageberaters oder Vermögensverwalters die dafür in Rechnung gestellte Entschädigung?

Welche Vorschläge werden mir zur Messung seiner Leistung angeboten? Inwieweit schlägt sich die Leistung in der Entschädigung nieder? Ist die Entschädigung erfolgsabhängig?

4.1.1 Vermögensverwaltung / Asset Management

Mit Wahl der umfassendsten Option, der Vermögensverwaltung (im engeren Sinne), gibt der Kunde alle Elemente des Anlageprozesses in die Hände eines Vermögensverwalters.¹⁷ Dieser erhält die **Vollmacht**, das ihm anvertraute Kundenvermögen im Rahmen der vereinbarten Vorgaben in eigenem Ermessen anzulegen, d.h. Wertschriften und sonstige Instrumente auszuwählen, zu kaufen und zu verkaufen. Der Kunde ist weder bei der Festlegung der konkreten Anlageentscheide noch bei deren Umsetzung direkt involviert. Vielmehr werden vor Abschluss des Verwaltungsmandates Situation des Kunden und dessen Bedürfnisse umfassend abgeklärt. Das Kundenvermögen wird übereinstimmend mit den aus der Situation und den Bedürfnissen hervorgehenden Vorgaben investiert.

Dem **Kundenberater** kommt die Aufgabe zu, den Kontakt mit dem Kunden zu pflegen, ihn zu informieren und seine Bedürfnisse aufzunehmen. Einige Anbieter verfolgen eine strikte Trennung zwischen der vom Kundenbetreuer wahrgenommenen Schnittstellenfunktion und dem eigentlichen Anlageprozess, der von einem **Portfoliomanager** durchgeführt wird. Der Kundenberater hat hier keine Möglichkeit, die Portfoliozusammensetzung zu beeinflussen. Er nimmt nur noch die Betreuungs- und Kontaktfunktion wahr. Als Argument für diese Aufteilung wird oft angeführt, dass der Anlageprozess so professionalisiert werden könne. Alternativ zu dieser Aufgabenteilung, welche vor allem bei grösseren Anbietern vorherrscht, übertragen andere Ansätze dem Kundenberater mehr Kompetenzen. Dies kann so weit gehen, dass er – immer im Rahmen der Anlagepolitik der betreffenden Bank – auch die Anlageentscheide trifft und damit das Portfoliomanagement in Personalunion übernimmt. Ein solches Modell ist eher bei kleineren Anbietern anzutreffen. Es gestehe dem Kundenberater eine breite Verantwortung über die Kundenbeziehung zu und fördere das „unternehmerische Denken“ des Kundenberaters. Es trage zudem dem Umstand Rechnung, dass der Betreuer als Gesicht der

¹⁷ Die Abgrenzung zwischen den Begriffen „Vermögensverwaltung“ und „Asset Management“ erfolgt eher nach der Art der betreuten Kunden als über die erbrachte Dienstleistung: Unter „Vermögensverwaltung“ versteht man die Betreuung von Privatkunden, während die gleichen Dienstleistungen für institutionelle Anleger (z.B. Pensionskassen) unter der Bezeichnung „Asset Management“ erbracht werden. Beide Begriffe bezeichnen somit die gleiche Dienstleistung, auch wenn, bedingt durch im Detail unterschiedliche Bedürfnisse von privaten und institutionellen Kunden und dem Grössenunterschied der verwalteten Vermögen, die genaue Ausgestaltung der Leistungen variiert.

Bank dem Kunden gegenüber auch die Leistung eines dritten Portfoliomanagers verantwortet und damit auch innerhalb der Bank auf das Anlageresultat Einfluss haben sollte.

Für die Vermögensverwaltung mit Vollmacht wird der Anbieter entschädigt. Üblich sind zwei Entschädigungsmodelle: Im ersten Fall zahlt der Kunde eine „**Management Fee**“, welche Beratung und Portfoliomanagement abdeckt. Allfällig ausgeführte Transaktionen werden dem Kunden in Form von **Courtagen** zusätzlich belastet. In der jüngeren Vergangenheit hat dieses Modell vorab bei institutionellen Kunden zugunsten einer „**All-in-Fee**“ an Bedeutung verloren. Die All-in-Fee deckt alle Vermögensverwaltungsleistungen des Mandats ab. Sie errechnet sich anhand der Höhe des verwalteten Vermögens und liegt – abhängig vom Mandatstyp (Geldmarkt, Obligationen, Aktien entwickelte märkte, Aktien Emerging Markets etc.) – im Bereich von 50 bis 200 bp.¹⁸ Für Transaktionen fallen kundenseitig keine weiteren Kosten an.¹⁹

Textbox Nr. 5: Interessenkonflikte bei Vermögensverwaltungsmandaten

Der Mandatskunde ist hauptsächlich an einer seinem Profil entsprechenden und risiko-adäquaten Entwicklung seines Anlagevermögens interessiert. Da diese von sehr vielen Faktoren abhängt, ist eine eindeutige **Beurteilung des Anlageerfolges** nicht einfach möglich. Die Orientierung an „Benchmarks“ ist nur teilweise hilfreich, da häufig kein Benchmark existiert, der die Anlagestrategie eines Verwaltungsmandats genau abdecken würde. Erschwerend kommt hinzu, dass nicht nur die Ausführung, sondern auch die Wahl der Anlagestrategie beurteilt werden muss.

Das **Entschädigungsmodell** eines Mandats ist zwar leicht verständlich, jedoch nicht notwendigerweise transparent. Da die verrechnete Leistung aus vielen Bausteinen besteht, ist für den Kunden nicht sichtbar, welche dieser Elemente zu welchen Preisen offeriert werden. Ausserdem wird ohne weitere Massnahmen nicht ersichtlich, welche indirekten Erträge das Mandat generiert. Eine Aufteilung der Entschädigung anhand der erbrachten Leistungen bringt jedoch nur dann mehr Transparenz, wenn der Kunde über die Qualifikation verfügt, die Bedeutung der einzelnen Entschädigungen und Leistungen zu verstehen und mit Konkurrenzangeboten zu vergleichen.

Durch die Koppelung der Einnahmen aus einem Mandat an die Vermögensgrösse profitiert der Vermögensverwalter an der positiven Entwicklung des Kundenvermögens. Noch direkter können die Interessen von Kunde und Anbieter über eine „**Performance Fee**“ verbunden werden. Hier erhält der Vermögensverwalter einen vorab definierten Anteil an der positiven Anlageentwicklung. Die Performance Fee ist heute im Retail-Vermögensverwaltungsgeschäft wenig verbreitet und auch bei vermögenden Privat-

¹⁸ 100 Basispunkte (bp) entsprechen 1%.

¹⁹ Neben der Einfachheit der Bestimmung der tatsächlichen Kosten eines Vermögensverwaltungsmandates hat die All-in-Fee den Vorteil, dass für den Anbieter kein Anreiz besteht, über „Churning“ (vgl. Fn. 68) seinen Ertrag zu Lasten des Kunden zu erhöhen. Da der Anbieter die Kosten von Transaktionen nicht weiterbelasten kann, wird er vielmehr daran interessiert sein, die Anlagestrategie mit möglichst wenigen Orders umzusetzen. Nachteile können umgekehrt dann auftreten, sobald die Orders die All-in-Fee erreicht haben. Eventuell unternimmt der Anbieter ab dann weniger Transaktionen, als im Kundeninteresse lägen.



kunden noch eher die Ausnahme. Die Anbieter haben wenig Interesse, die für sie vorteilhafte Koppelung der Entschädigung an das Vermögensvolumen aufzugeben, da sie so unabhängig von der Entwicklung vergütet werden. Da diesbezüglich ein Konsens unter den Anbietern herrscht, wird sich auch zukünftig das kompetitivere Modell der Performance Fee kaum durchsetzen. Die Erfahrungen im Hedge Fund-Bereich, wo eine Performance Fee i.d.R. zusätzlich zur Verwaltungskommission üblich ist, lassen zudem daran zweifeln, ob diese Vergütungsstruktur für den Kunden vorteilhaft ist. Zwar profitieren sowohl der Kunde als auch der Vermögensverwalter von einer positiven Vermögensentwicklung. Da aber der Vermögensverwalter an einem allfälligen Verlust nicht partizipiert, könnte er Anreize haben, eine (zu) risikoreiche Anlagestrategie zu verfolgen. Zudem sind die Performance Fees vergleichsweise hoch. Ähnliches wäre im Vermögensverwaltungsgeschäft zu erwarten, da die Anbieter wohl versuchen würden, allfällige Vergütungsverluste bei schlechten Marktentwicklungen dann zu kompensieren, wenn Vermögenszuwächse erwirtschaftet werden können.

In der Praxis ist festzustellen, dass nahezu alle Anbieter von Vermögensverwaltungsmandaten ihren Kunden regelmässig umfangreiche **Vermögensausweise** zur Verfügung stellen, welche die Entwicklung der Anlagen absolut wie auch im Vergleich zu Benchmarks ausführlich darstellen. In diesem Aspekt ist die wünschenswerte Transparenz somit gegeben, zumal ein hochqualitatives Berichtswesen heute als wichtiger Leistungsbestandteil der Vermögensverwaltung angesehen wird und die Kunden darauf bestehen. Problematisch bleibt die **Auswahl der Benchmarks**. Zum einen ist die Wahl portfolioabhängig und damit schwierig vorzugeben. Zum anderen würde die Vorgabe einer Auswahl bzw. eines Auswahlkriteriums der Definition eines Qualitätskriteriums gleichkommen, was in dieser Form nicht Aufgabe einer regulatorischen Massnahme sein kann. Die generelle Forderung, „adäquate“ Massstäbe zu verwenden, besteht bereits, da die missbräuchliche Wahl ungeeigneter Vergleichszahlen oft einen Verstoss gegen die Treuepflicht darstellen dürfte.

4.1.2 Anlageberatung

Mit Wahl der Option „Anlageberatung“ nimmt der Anleger bei seinen Portfolioentscheiden die **Beratung** von Fachleuten in Anspruch. Der Anlageentscheid selber verbleibt jedoch beim Kunden. Anlageberatung ist für kleine und mittlere Kunden nach wie vor meist kostenlos, was jedoch nicht bedeutet, dass sie gratis erbracht wird. Bisherige Vorstösse, sie dem Kunden aufwandsgerecht zu verrechnen, konnten sich am Markt nicht durchsetzen.²⁰ Der Anreiz einer Bank, diese durchaus aufwendige Dienstleistung ohne zusätzliche Verrechnung anzubieten, liegt primär in der Tatsache begründet, dass die Ausführung der Empfehlungen der Bank über Courtagen und sonstige Entschädigungen Umsatz generiert. Die Anbieter von Beratungsdienstleistungen sind daher interessiert, dass der Kunde die Ausführung bei ihnen in Auftrag gibt bzw. die von ihnen vertriebenen Produkte berücksichtigt. Gleichwohl ist der Anleger dazu nicht verpflichtet. Jedoch kann auch er davon profitieren, seinen Anlageprozess auf einen Anbieter zu konzentrieren: In diesem Falle hat der Berater Einblick in das Portfolio des Kunden und kann seine Hinweise optimal auf die Situation und die Bedürfnisse des Anlegers ab-

²⁰ Bei vermögenden Privatkunden bieten die Banken aber vermehrt entgeltliche und schriftlich dokumentierte Beratungsmandate mit unterschiedlichem Inhalt an.



stimmen. Zudem verursacht die Auftragsvergabe an eine Drittbank dem Kunden einen erheblichen Zeitaufwand, der eine allfällige Kostenersparnis oftmals überwiegen wird.

Da das vorne beschriebene Vermögensverwaltungsmandat kleinen und mittleren Kunden kaum angeboten wird, ist das Modell der Anlageberatung gerade in diesen Kundensegmenten verbreitet anzutreffen. Nicht nur Kostenaspekte sprechen für das Beratungsmodell. Die Anlagestrategie dieser Kunden ist eher langfristig ausgelegt und konzentriert sich auf risikoarme Produkte (Obligationen, Spareinlagen). Kurzfristige Reaktionen auf Marktpulse sind kaum notwendig, und es reicht aus, die Beratung sowie die allfällig nötigen Umschichtungen des Portfolios nur in grösseren Zeitabständen durchzuführen.

Von den Banken wird die Anlageberatung hauptsächlich über zwei Dienstleistungen abgedeckt: Erstens steht den Anlageberatungskunden oft ein grosses, teilweise speziell aufbereitetes **Informationsspektrum** zur Verfügung, auf welches die Kunden aktiv zugreifen können. Eine eigentliche Beratung erfolgt hier aber nicht. Zweitens besteht die Möglichkeit, **konkrete Anlageempfehlungen** zu erlangen, welche unter Berücksichtigung der konkreten Situation und der spezifischen Anforderungen des Kunden von Anlageberatern ausgearbeitet werden.

Textbox Nr. 6: Interessenkonflikte bei der Anlageberatung

Der Kunde wird im Vorfeld des Anlageentscheides zwar beraten oder zumindest informiert, trifft ihn aber in eigener Verantwortung. Der Berater, der nicht am Anlageerfolg partizipiert, ist kurzfristig alleine von Courtagen und anderen Vergütungen abhängig, welche ungeachtet der Vermögensentwicklung anfallen. *Kurzfristig* sind beide Ziele unabhängig. *Mittelfristig* sind die Interessen gegensätzlich, wenn der Berater das Erzielen von Umsätzen in den Vordergrund stellt und gleichzeitig die empfohlenen Produkte aus Sicht der Anbieterbedürfnisse suboptimal sind. Dieser Zielkonflikt besteht auch *langfristig*, solange der Kunde das Beratungsergebnis nicht als suboptimal erkennt und seinerseits Konsequenzen zieht (wie z.B. einen Anbieterwechsel).

Wie beim Vermögensverwaltungsmandat muss auch in der Anlageberatung der Kunde in der Lage sein, die Leistung seines Beraters zu beurteilen. Fraglich ist, ob dies gerade bei weniger vermögenden Kunden der Fall ist. Nicht nur fehlt das nötige Fachwissen; bei kleinen Anlagesummen ist es fast unverhältnismässig aufwendig, vermehrt Zeit in die Verwaltung des eigenen Vermögens zu investieren, zumal allfällige Umschichtungen mit hohen Transaktionskosten einher gehen und daher häufig eine „Buy and Hold Forever“-Strategie verfolgt wird.

Eine Möglichkeit ist, die Produkteselektion für kleinere Anleger regulatorischen Einschränkungen zu unterwerfen und nur solche Produkte zuzulassen, deren Anreiz- und Vergütungsstruktur einfach und transparent ist.²¹ In der Praxis läuft dies auf eine bereits oben diskutierte Kennzeichnung von „retailfähigen“ Produkten hinaus.²² Eine solche „regulatorische Marktsegmentierung“ kann dazu führen, dass ansonsten gleiche Produkte in einer „retailfähigen“ und einer „professionellen“ Variante angeboten werden.

²¹ Dieser Ansatz wird in der MiFiD verfolgt; vgl. Art. 19 Abs. 10 MiFiD.

²² Vgl. die Textbox am Ende der Einleitung zu Kapitel 4.



Auf letzterer lastete ein Markt- und damit Preisdruck, während die retailfähige Variante teurer angeboten werden könnte. Gerade der nicht sophistierte Kunde bezahlte dann zu viel.²³ Zudem stellte sich das Problem, wie die Kunden einzuordnen wären. Übliche Einstufungen nach Vermögensgrösse oder Transaktionsvolumen hängen nicht zwingend mit der Qualifikation des Investors zusammen und erscheinen daher eher willkürlich.²⁴

Im übrigen stehen die ausführlichen und erläuternden Vermögensausweise, welche im Mandatsgeschäft üblich sind, Beratungskunden nur gegen Bezahlung zur Verfügung. Sie müssen die Berichte daher explizit bestellen, was gerade weniger vermögende Kunden aus Kostenüberlegungen oder aus Unwissen über die Existenz des Angebotes oft nicht tun. Wünschbar wäre hier, dass die Banken ihre Beratungskunden auf diese Möglichkeit deutlicher hinweisen würden. Auch sollten Anlageberatungskunden über das Bestehen von Interessenkonflikten orientiert werden. Die Praxis zeigt, dass dies heute überwiegend erfolgt. Auch hier kann und soll dem Anleger jedoch nicht abgenommen werden, sich mit den von ihm bezogenen Dienstleistungen und Produkten umfassend auseinanderzusetzen, was indessen eine angemessene „Investor Education“ bedingen würde.²⁵

4.1.3 Execution Only

Die „Execution Only“-Variante entspricht der Option mit der kleinsten Dienstleistungstiefe. Der Anleger trifft den Anlageentscheid selber, ohne dass er irgendwelche Beratung oder Empfehlung erhielte, und er gibt dem Anbieter, üblicherweise einem Broker, Effekthändler oder einer Bank, selber konkrete Kauf- und Verkauforders in Auftrag. Eine solche **Order** besteht aus dem zu handelnden Finanzinstrument, der Menge, Preisangabe, einer Frist sowie dem Handelsplatz. Dem Broker obliegt die auftragsgemässe Ausführung der Order ohne weiteren Ermessensspielraum. Seine Entschädigung erfolgt über eine **transaktionsbezogene Kommission**.²⁶ Die konkrete Höhe der Kommissionssätze ist, gerade für grössere Kunden, Verhandlungssache. Online-Banken bieten typischerweise einzig diesen Dienstleistungstypus an.

Nimmt ein Anleger von einem Anbieter nur eine „Execution Only“-Dienstleistung in Anspruch, bedeutet dies, dass er die vorgelagerten (Research, Anlageentscheid) und nachgelagerten Schritte (Überwachung der getätigten Anlagen) entweder selbst erbringen oder von weiteren Anbietern beziehen muss. Im Gegenzug ist der Broker, welcher die Ausführung vornimmt, dem Anleger gegenüber nur für ebendiese Ausführung verantwortlich. Weder wirkt er beim Anlageentscheid mit, noch hat er Einfluss darauf. Da-

²³ Ähnliche Konstellationen sind heute bei den Anlagefonds zu beobachten. Diese werden oft in mehreren Anteilsklassen emittiert, welche sich hinsichtlich der Verwaltungskommission unterscheiden. Institutionellen Anlegern stehen regelmässig günstigere Anteilsklassen zur Verfügung als dem Privatanleger.

²⁴ Einstufungen nach Vermögensgrösse oder Transaktionsvolumen sind namentlich in der MiFID vorgesehen; vgl. insb. deren Anhang II. In der Schweiz definieren Art. 10 KAG und Art. 6 KKV „qualifizierte Anleger“ nach Funktion und/oder Vermögensgrösse.

²⁵ Vgl. die Textbox zu Beginn des Abschnitts 4.1 sowie den Abschnitt 8.2.

²⁶ Die Höhe der Kommission hängt jeweils vom Transaktionsvolumen und deren Werten ab. Bei institutionellen Kunden sind aber auch Flat-Fees üblich.



von unberührt sind allfällige Zusatzleistungen, die zwar nicht im direkten Zusammenhang mit Broker-Diensten stehen, jedoch den Kunden eines Brokers häufig zur Verfügung gestellt werden. Diese, auch „Soft Commissions“ genannten, geldwerten Leistungen können mitentscheidend für einen Anleger sein, mit einem Broker zusammenzuarbeiten. Als Beispiel sei hier der Zugang zu Research genannt. Insbesondere institutionelle Kunden sichern sich so kostengünstigen Zugang zum Research mehrerer Broker, auch wenn, was die Transaktionsausführung anbelangt, keine Marktzugangs- oder Effizienzgründe für die Zusammenarbeit mit mehreren Anbietern mit einer überlappenden Dienstleistungspalette sprechen würden.

Die „Execution Only“-Variante wird von nahezu allen Kundensegmenten verfolgt. Entscheidend sind die Kompetenz des Anlegers sowie seine Bereitschaft, Zeit und Ressourcen in die Verwaltung seines Vermögens zu investieren. Gerade bei professionellen Anlegern, wie grossen Institutionellen, ist dies gegeben. Aber auch für kleine und mittlere Kunden, welche aus Kosten- oder anderen Gründen weitergehende Dienstleistungen nicht in Anspruch nehmen wollen, ist das „Execution Only“-Modell attraktiv.

Textbox Nr. 7: Interessenkonflikte bei Execution Only

Weil der Anbieter keine Entscheide trifft, welche den Anlageerfolg beeinflussen, und die Kommissionen unabhängig vom Anlageerfolg für die Abwicklung einzelner Aufträge anfallen, sind keine nennenswerten Interessenkonflikte ersichtlich. Zu beachten ist jedoch, dass ein Kunde zusätzlich zu einer oder mehrerer „Execution Only“-Geschäftsbeziehungen eventuell weitere Anbieter in Anspruch nimmt, so z.B. für das Research oder die Anlageberatung. Dort können, wie bereits beschrieben, Zielkonflikte bestehen, und diese sind auch spezifisch reguliert.²⁷

4.1.4 Abgrenzung

Je nach Bedürfnissen, Kenntnissen und der Vermögensgrösse entscheidet sich der Anleger, mehrere der vorgestellten Möglichkeiten parallel zu verfolgen. So ist denkbar, dass er einen Anlageberater in Anspruch nimmt, die Ausführung aber nicht nur dort, sondern auch bei einem weiteren Broker als „Execution Only“ in Auftrag gibt. Ebenso können Teile des Vermögens in einem Mandat verwaltet werden, während andere unter der Eigenverantwortung des Anlegers investiert werden.

Gerade institutionelle Anleger machen von der Möglichkeit Gebrauch, die verschiedenen Ansätze zu kombinieren. Die Aufteilung erfolgt meist nach Märkten (Regionen, Anlagekategorien wie Aktien, Obligationen, etc.). Für jeden Markt werden die beste Alternative und der beste Anbieter ausgewählt. Je mehr jedoch das verwaltete Vermögen aufgeteilt wird, desto schwieriger und aufwendiger werden die Administration und die Beurteilung des Anlageerfolgs.²⁸

²⁷ Vgl. z.B. die von der EBK als Mindeststandards anerkannten Richtlinien der SBVg zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse von 2008.

²⁸ Unter dem Begriff „Global Custody“ bieten Depotbanken inzwischen die Verwahrung von Wertschriften als eigene Dienstleistung an. Entscheidet sich der Anleger für eine solche zentrale Verwahrung, so wer-



4.2 Geschäftsmodelle aus Anbietersicht

Zwar decken die international ausgerichteten Universalbanken durch ihre Präsenz in nahezu allen Anleger- und Anlagemärkten alle Elemente der Wertschöpfungskette und jedes angeführte Produkt ab. Der anzahlmässig grösste Teil der Marktteilnehmer beschränkt sich jedoch auf Teile der Wertschöpfungskette bzw. auf die Bearbeitung von Teilen des globalen Vermögensverwaltungsmarktes. In der Praxis haben sich verschiedene Modelle etabliert. Neben den bereits angesprochenen Universalbanken sind hier Vermögensverwaltungsbanken, eher auf das Massengeschäft ausgerichtete Retailbanken, Fondsanbieter und unabhängige Vermögensverwalter von Interesse.

Jeder Anbieter hat den Anspruch, mit seiner Tätigkeit eine angemessene Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht kann eine feingliedrige Aufteilung der Wertschöpfungskette über mehrere Anbieter indessen ineffizient sein. In diesen Fällen bietet es sich an, mehrere Kettenglieder innerhalb eines Anbieters zusammenzufassen. Ein solcher **integrierter Marktteilnehmer** wird zwar als Einheit wahrgenommen und seine Ertragssituation auf Konzernebene beurteilt. Gleichwohl ist er, wie oben beschrieben, in verschiedene Organisationseinheiten unterteilt. Diese Einheiten tragen als Profit- oder Cost Center ihrerseits Ergebnis- bzw. Kostenverantwortung. Die Organisationseinheiten erhalten für intern erbrachte Leistungen **Verrechnungssätze**, welche in sog. Service Level Agreements festgelegt werden. Der Preis dieser Leistungen kann Marktpreisen entsprechen, aber auch, je nach Strategie der Unternehmung, ihrer rechtlichen Struktur und den steuerlichen Rahmenbedingungen, deutlich abweichen.

Textbox Nr. 8: Mehrschichtige Interessenkonflikte auf Anbieterseite

Unternehmungen stellen keine homogene Einheit dar, sondern sind i.d.R. hierarchisch strukturiert. Organisationseinheiten und Mitarbeiter einer Unternehmung verfolgen dann ihrerseits Interessen, die mit den übergeordneten Zielen der Gesamtunternehmung nicht identisch sein müssen.

Die Anreizstrukturen, die durch den Markt, interne Organisationsstrukturen und Ergebnisvorgaben sowie Zielvereinbarungen mit den Mitarbeitern geschaffen werden, haben in der Praxis einen wesentlich grösseren Einfluss als die öffentlich dargestellte Strategie der Gesamtunternehmung. Je grösser die Unternehmung ist und je diversifizierter die Gesamtstrategie ausfällt, umso eher entstehen Zielkonflikte. Für deren Beurteilung sind die Interessen auf drei Ebenen von Bedeutung:

1. Gesamtunternehmung,
2. Geschäftsbereiche und interne Organisationseinheiten,
3. Mitarbeiter.

den die Wertschriften des Portfolios beim Global Custodian hinterlegt, unabhängig davon, unter welchem Vermögensverwaltungsmandat die Investition erfolgt ist bzw. wer sie ausgeführt hat. Dem Global Custodian obliegt dabei das Berichtswesen und die Überwachung der anderen Anbieter. Der Anleger kann somit die spezifischen Vorteile mehrerer Portfoliomanager und Händler nützen, ohne den Überblick über seine Vermögenswerte zu verlieren.



Unabhängig von der rechtlichen Struktur und dem Integrationsgrad eines Anbieters kann die interne Organisation sowie die Zusammenarbeit zwischen den verschiedenen Einheiten eines einzelnen Anbieters Einfluss auf allfällige Interessenkonflikte haben. Aus regulatorischer Sicht bietet sich an, die internen Anreizstrukturen zu untersuchen und auf allfällig existierende Problemfelder hinzuweisen. Praktisch ist eine solche Prüfung kaum effektiv durchführbar, da zusätzlich ein signifikanter Anreiz von *informellen* (verdeckten oder unbewussten) Anreizstrukturen ausgeht, die sich naturgemäss einer Überprüfung entziehen können.

4.2.1 Universalbank

Eine Universalbank ist in den meisten Segmenten der Finanzbranche (z.B. Retailgeschäft, Vermögensverwaltung, Asset Management, Investment Banking) tätig und räumt den einzelnen Bereichen jeweils einen ähnlich hohen Stellenwert ein. Häufig weisen diese Anbieter auch eine weit fortgeschrittene Integration auf. Grösse und Ausrichtung lassen zu, dass alle Elemente der Wertschöpfungskette innerhalb des Konzerns erbracht werden.

Aus **Konzernsicht** ist es im Sinne der Ertragsmaximierung wünschenswert, dass intern erbrachte Leistungen auch intern bezogen werden. Trotzdem ist es möglich, dass auch die integrierte Bank Leistungen und Produkte von Externen berücksichtigt, selbst wenn diese intern verfügbar wären. Diese „**offene Architektur**“ hat zwei Vorteile: Zum einen ist es attraktiver für die Kunden. Ihnen werden jeweils die optimalen Produkte, unabhängig ihrer Herkunft, zur Verfügung gestellt. Zum anderen sind die internen Anbieter dem Konkurrenzdruck des Marktes ausgesetzt und erhalten so einen Ansporn, ihre Dienstleistungsqualität zu steigern.

Ob die offene Architektur in der Praxis auch gelebt wird, ist schwer zu beurteilen. Vielfach finden sich auch in den Depots der Banken, welche sich dem offenen Ansatz verpflichtet haben, schwergewichtig eigene Produkte. Bei den meisten Banken stammen über die Hälfte der berücksichtigten Produkte aus eigenem Haus. Dies muss jedoch nicht zum Nachteil des Kunden sein, solange die eigenen Produkte hinsichtlich Erfolgsausweis und Kosten wettbewerbsfähig sind. Beim Blick auf die internen Verrechnungssätze zeigt sich, dass Leistungen wie z.B. das Portfoliomanagement nicht zu marktgerechten Preisen erbracht werden. Dies führt dazu, dass die Erlöse schwergewichtig in den vorgelagerten Einheiten anfallen. Bei den Anlagefonds und Strukturierten Produkten sind dies die Produktmanagement- und Vertriebsabteilungen, nicht jedoch das Portfoliomanagement oder die Kundeneinheiten. Bei letzteren generieren interne Produkte vergleichbare Erlöse wie externe Alternativen. Somit bestünde für diejenigen Einheiten, die Einfluss auf die Portfoliozusammensetzung nehmen können, zumindest aus finanzieller Sicht kein Anreiz für die Bevorzugung interner Dienstleistungen.

Textbox Nr. 9: Anreize zum Vertrieb eigener Produkte

Ein Vermögensverwalter, der eigene Anlageprodukte herstellt, ist aus vielerlei Gründen interessiert, seine Produkte so breit wie möglich zu platzieren. Je grösser das Produktvolumen ist, desto eher können Skaleneffekte realisiert werden und desto mehr rentiert eine möglichst breite Produktpalette, von der wiederum der Kunde profitiert. Für einen integrierten Anbieter bietet sich an, die Kundenorganisation zum Vertrieb der eigenen Produkte zu benützen. Es liegt daher die Folgerung nahe, dass interne Produkte im eigenen Vertriebskanal bevorzugt werden. Im Markt ist dies zu beobachten: In den Depots bei Vermögensverwaltern mit einer grossen eigenen Produktpalette ist diese deutlich übergewichtet. Nicht nur ist konzernintern der Zugang zum internen Vertriebskanal einfacher zu bewerkstelligen. Auch in die andere Richtung haben die eigenen Vertriebspartner intern eher die Möglichkeit, Produktideen und Feedback einfließen zu lassen.

Es ist nicht auszuschliessen, dass die Kundenberater und Portfoliomanager veranlasst werden, bestimmte Produkte forciert zu verkaufen. Die Anreize können formeller (insb. Budget) und/oder informeller Natur sein, wie z.B. dem Zurverfügungstellen von Verkaufs- und Beratungsunterlagen, aber auch mittels interner Informationsveranstaltungen. Kundenberater und Portfoliomanager sind so über eigene Produkte besser informiert und bevorzugen sie, ohne dass weitere Anreize wirken müssten. Das allein verschafft diesen Produkten einen Vorteil im Vertrieb und ermöglicht zumindest teilweise die Steuerung der Produktauswahl.

Für den Kunden wäre eine enge Verbindung zwischen Berater bzw. Portfoliomanager und der konzerneigenen Fondsleitung jedoch nur dann von Nachteil, wenn die eigenen Produkte des Vermögensverwalters teurer und/oder qualitativ minderwertiger wären als ähnliche Fremdprodukte. Interne Produkte werden unabhängig beurteilt, dies auch von externen Researchanbietern. Die suboptimale Performance eigener Fonds wäre so den Beratern und Portfoliomanagern schnell bewusst. Ebenso würden sie im Konflikt mit den Kundeninteressen stehen, sollten sie systematisch schlechtere Produkte einsetzen. Weiter kennen die betreffenden Personen i.d.R. die detaillierten Vertriebsvergütungsflüsse nicht, so dass eine planmässige Optimierung der Vertriebsvergütungen nur schwer durchführbar wäre. Trotzdem können informelle Anreize dazu führen, dass bestimmte Produkte bevorzugt werden.

4.2.2 Vermögensverwaltungsbank

Auch eine Vermögensverwaltungsbank kann, analog zu einer Universalbank, alle Elemente der Wertschöpfungskette anbieten. Gerade mittlere und grosse Vermögensverwaltungsbanken stehen in der Leistungsfähigkeit den Universalbanken auf gleicher Augenhöhe gegenüber. Sie unterscheiden sich von ihnen jedoch in der Geschäftsstrategie: Der Fokus liegt eindeutig im Vermögensverwaltungsgeschäft. Die übrigen Geschäftsbereiche werden zur Unterstützung der Vermögensverwaltung oder als zusätzliches Geschäft betrieben.



Textbox Nr. 10: Einfluss der Geschäftsstrategie von Vermögensverwaltungsbanken auf Interessenkonflikte

Je eindeutiger die Geschäftsstrategie einer Bank ausgerichtet ist, desto geringer ist das Potential für Interessenkonflikte. Die Fokussierung einer Vermögensverwaltungsbank auf die Bedürfnisse privater Anleger hat zur Folge, dass die Interessen dieser Kunden potentiell übergewichtet werden. Allfällige zusätzliche Elemente der Strategie (z.B. Produktion von Fonds) müssen sich diesem Ziel unterordnen. Die Wirkung dieser Hierarchie zeigt sich insbesondere im Konkurrenzverhältnis zwischen externen und internen Produkten. Den Asset Management-Abteilungen der Vermögensverwaltungsbanken fällt es tendenziell schwerer, die eigenen Produkte intern zu platzieren. Dies zeigt sich in der Depotzusammensetzung: In den Depots der Vermögensverwaltungsbanken findet sich oft ein grösserer Anteil von Drittprodukten, wie die exemplarischen Untersuchungen der EBK zeigten. Dies hängt aber auch damit zusammen, dass diese Banken mit den eigenen Produkten nicht das vollständige Anlageuniversum abdecken können und deshalb zwingend auf Fremdprodukte zurückgreifen müssen.

4.2.3 Fondsanbieter

Ein Fondsanbieter spezialisiert sich auf die Produktion und den Vertrieb von Anlagefonds. Entsprechend erbringt er alle Elemente der Wertschöpfungskette. Seine Leistung vertreibt er aber als Anlageprodukt. Kapitel 5 beschreibt die spezifischen Tätigkeiten der Fondsanbieter sowie die Erlösstrukturen.

Obwohl die Fondsleitung ihre Fonds selbst direkt vertreiben könnte, delegiert sie diese Aufgabe häufig an Dritte, insbesondere was den direkten Zugang zum Retail-Endkunden anbelangt. Externe Partner unterziehen die anzubietenden Produkte einer umfangreichen Überprüfung, bei der die bisherige Anlageentwicklung, der Erfahrungsnachweis der einzelnen Portfoliomanager, die Reputation der Fondsleitung und weitere Faktoren berücksichtigt werden. Ein guter Leistungsausweis reicht jedoch nicht aus, um in das Produkteuniversum eines potentiellen Vertriebspartners aufgenommen zu werden. Zwischen den Angeboten der einzelnen Fondsleitungen bestehen grosse Überschneidungen. Zudem sind die **Vertriebspartner** aus Effizienzgründen daran interessiert, zum einen das Anlageuniversum mit möglichst wenigen Produkten zu bestücken und gleichzeitig mit möglichst wenigen Fondsleitungen zusammenzuarbeiten. Auf dem Fondsmarkt besteht somit ein grosser Konkurrenzdruck, welcher die erfolgreichen Vertriebspartner in eine vorteilhafte Position versetzt und ihnen ermöglicht, von den Fondsleitungen relativ hohe Entschädigungen zu fordern. Die Fondsleitungen bezahlen diese Entschädigungen als Bestandespflegekommissionen aus den dem Fondsvermögen belasteten Verwaltungskommissionen.

Zu beachten ist, dass das Fondsgeschäft mit institutionellen Anlegern (z.B. Pensionskassen) anderen Bedingungen unterliegt: Vertriebsvergütungen sind hier nicht üblich, da für Institutionelle in der Regel keine Vertriebsleistungen von Dritten erbracht werden. Die professionellen Anleger treten aktiv am Markt auf und gehen auf potentielle Fondsleitungen zu bzw. werden von diesen direkt angesprochen und betreut.



4.2.4 Unabhängiger Vermögensverwalter

Der unabhängige Vermögensverwalter übernimmt im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandates die Kundenbetreuung. Dies beinhaltet auch das Portfoliomanagement. Somit erbringt er für seine Kunden mit dem Research und der Festlegung der Anlagestrategie sowie dem Erteilen von Kauf- und Verkaufsorders die ersten beiden Elemente der Anlagewertschöpfungskette. Die übrigen Prozesse, Ausführung und Verwahrung, werden von einer Bank oder einem Effektenhändler bezogen, mit denen der Kunde ebenfalls direkt in Beziehung steht.²⁹ In Kapitel 6 wird das Geschäftsmodell der unabhängigen Vermögensverwalter näher behandelt.

4.3 Organisation des Anlageprozesses („Modellbank“)

Bedingt durch die verschiedenen Optionen, welche den Anlegern zur Verfügung stehen, und die unterschiedlichen Geschäftsmodelle der Anbieter kann die Organisation des Anlageprozesses stark variieren. Dies betrifft die Zusammenarbeit zwischen Anlegern und Anbietern, die jeweiligen Schnittstellen wie auch interne Strukturen. Als Beispiel für eine solche Organisationsstruktur wird hier eine Art „Modellbank“ dargestellt.³⁰ Die konkrete Organisation einer Bank kann von der nachfolgenden Darstellung abweichen. Die beschriebenen Prozesse sind in ähnlicher Form jedoch nahezu überall anzutreffen.

Eine Bank ist in der Regel in **Geschäftseinheiten** oder „Business Lines“ organisiert. Sie fokussieren jeweils ein Marktsegment (z.B. vermögende Privatkunden) oder eine Dienstleistung (z.B. Asset Management). Die folgende Darstellung orientiert sich an einer Bank, welche sowohl Dienstleistungen für vermögende Privatkunden (Private Banking) anbietet, jedoch auch für das untere Vermögenssegment umfassende Dienstleistungen erbringt. Weiter bietet sie gruppeneigene Kollektivanlagen (wie Fonds) und Strukturierte Produkte an und verfügt über Zugang zu den wichtigsten Kapitalmärkten. Dieses Modell ist in der Schweiz bei den beiden Grossbanken, aber auch den grösseren Kantonalbanken sowie bei den meisten Vermögensverwaltungsbanken anzutreffen. Konkrete Organisationsstrukturen weichen von diesem Modell ab. Grund hierfür sind oft historische Entwicklungen der Organisation einer Bank, aber auch die Berücksichtigung besonderer Gegebenheiten des Anbieters oder dem von ihm bearbeiteten Markt.

4.3.1 Geschäftseinheit „Privatkunden“

Der Privatkundeneinheit der Modellbank obliegt die **ganzheitliche Betreuung** der privaten Kunden unabhängig von der Vermögensgrösse. Sie ist ausserdem verantwortlich für die Erweiterung der Kundenbasis im Rahmen von zielgruppengerichteten Marketingmassnahmen oder der Akquisition von einzelnen Neukunden. Dabei fokussiert sie

²⁹ Der Einbezug von Banken oder Effektenhändlern ist aus regulatorischen Gründen zwingend, da diese Dienstleistungen gemäss BankG resp. BEHG einer Bewilligungspflicht unterstehen.

³⁰ Die Darstellung berücksichtigt nicht die rechtliche Struktur. Diese hängt grösstenteils von regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen ab, welche in diesem Bericht nicht thematisiert werden.

sowohl den eigenen Geschäftsertrag sowie die Kundenbedürfnisse und agiert nicht primär als Verkaufsorganisation für Produkte der anderen Geschäftseinheiten der Bank.

a) Kundenberater

Dem Kundenberater oder Kundenbetreuer kommt die **Schnittstellenfunktion** zwischen Bank bzw. Vermögensverwalter und dem Kunden zu. Er ist das Gesicht der Bank. Als solches ist er nicht nur verantwortlich für die Betreuung bestehender Kunden, sondern ebenfalls für die Akquisition neuer Geschäftsbeziehungen. Generell besteht die Aufgabe des Kundenbetreuers im **Verkauf** von Dienstleistungen. Damit gehen jedoch umfangreiche **Beratungsaufgaben** einher. Diese hängen von der vom Kunden gewählten Option ab. Für einen Kunden, der sich für die „Execution Only“-Variante (und z.B. für eine Online-Bank) entschieden hat, wird der Kundenberater hauptsächlich administrative Dienste erbringen. Nimmt ein Kunde Anlageberatung in Anspruch, so wird ihm diese meist vom Kundenberater, allenfalls unter Beizug von Spezialisten, erteilt. Um hier ein für den Kunden optimales Ergebnis zu erreichen, ist – neben einer guten Kenntnis der Kundensituation – auch umfangreiches Wissen über die Anlagemöglichkeiten und -strategien nötig. Im Falle eines Vermögensverwaltungsmandates geht der Anlageentscheid vom Kunden auf den Portfoliomanager über. Der Kundenberater wird dabei, abhängig vom Geschäftsmodell der Bank, nicht involviert. In Grosskonzernen und klassischen Vermögensverwaltungsbanken werden die Kunden regelmässig nach Vermögensgrössen eingeteilt. Kunden mit deponierten Vermögenswerten bis CHF 100'000 zählen zum „Retail“-Bereich, bei Vermögenswerten bis CHF 1 Mio. zum „Affluent“-Bereich und ab CHF 1 Mio. zum „Wealth Management“-Bereich. Den Kundenbetreuern steht dann je nach Segment eine unterschiedliche bzw. eingeschränkte Auswahl an Produkten und Strategien offen, die den betreffenden Kunden angeboten werden können.

Aus der Feststellung, dass der Kundenberater eine Verkaufsfunktion hat, resultiert das üblicherweise angewendete **Anreizmodell**. Primäres Ziel ist die Akquisition von Neugeschäft oder „**Neugeld**“. Dieses wird „netto“ ausgewiesen, d.h. Kunden- und Vermögensabgänge werden verrechnet. Sekundär sind die vom Kunden generierten **Erträge**, so z.B. aus Courtagen, Kommissionen oder auch Vertriebsvergütungen. Diese Erträge sind, um diesbezügliche Interessenkonflikte vorab auszuschliessen, für den Kundenberater oft nicht direkt ersichtlich. Die Indikatoren wie Neugeld oder Erträge werden üblicherweise in der Zielvereinbarung eines Kundenberaters jährlich fixiert. Der Erreichungsgrad der Zielvereinbarung ist, neben Faktoren wie Kompetenz oder Stellung des Mitarbeiters, zentral für die Bestimmung des Bonus'. Eine Detaillierung der vereinbarten Ziele hinsichtlich spezieller Produkte wird üblicherweise nicht vorgenommen. Der Kundenberater ist damit nicht angehalten, bestimmte Produkte zu forcieren. Eine Steuerung der Verkaufstätigkeit kann aber indirekt erfolgen: Da von den oben vorgestellten Optionen das Vermögensverwaltungsmandat die höchsten Erträge bringt, wird der Kundenberater incentiviert, geeignete Kunden in ein Verwaltungsmandat zu überführen. Dies wirkt auch dann, wenn die Mandatsdurchdringung kein direkt vereinbartes Ziel darstellt. Die Bedeutung der Ertragsanreize darf jedoch nicht überbewertet werden. Eine ertragsmaximierende Strategie, welche die Interessen der Kunden missachtet, wird mittelfristig zu unzufriedenen Kunden und Vermögensabflüssen führen. Da dies die Leis-



tungsbewertung des Kundenberaters stärker negativ beeinflusst, als das Verfehlen von Ertragszielen, sollte er der Kundenzufriedenheit Priorität einräumen.

b) Abteilungen ohne direkten Kundenkontakt

Neben den Beratungseinheiten existieren meist auch Abteilungen, welche nicht in direktem Kundenkontakt stehen, sondern **kundenübergreifende Themen** behandeln. Hier ist üblicherweise zwischen markt- und produktspezifischen Aspekten zu unterscheiden. Den marktzentrierten Einheiten obliegt die Erarbeitung von **Marktstrategien**, wobei ein Markt regional oder nach Kundensegment (Vermögensgrösse) definiert sein kann. Die Implementierung dieser Konzepte obliegt, neben der Kundenberatungsorganisation, dem **Produktmanagement**. Hier werden, basierend auf den abstrakten Kundenbedürfnissen, konkrete Produkte entwickelt, die dann wiederum von den Kundenberatern verkauft werden. Der Begriff Produkt ist hier weit zu fassen und enthält Dienstleistungsangebote wie Hypotheken, Kreditkarten, Beratungs- und Mandatsprodukte, aber auch Prozesse wie strukturiertes Vorgehen bei der Kundenberatung.

Üblicherweise sind die genannten Abteilungen als Cost Centers ausgestaltet. Die Produktmanager werden üblicherweise anhand der verkauften Produktmenge beurteilt, welche wiederum von der Produktqualität, aber auch vom Verkaufserfolg der Beratungseinheiten abhängt. Während die erstgenannte direkt im Einflussbereich des Produktmanagers steht, kann er letztere nur indirekt steuern, indem er die Kundenberater von seinen Produkten überzeugt. Gerade in grossen Organisationen wird er dabei von Teams, die näher an den Kundenberatern sind, unterstützt. Sie werden dann, wie die Produktmanager, u.a. nach Massgabe der Verkaufsleistung entschädigt.

4.3.2 Geschäftseinheit „Asset Management“

Der Geschäftseinheit „Asset Management“ obliegt die **Verwaltung von Anlagen**. Hierbei wird der Portfolio-Ansatz verfolgt. In einem Portfolio sind Assets eines einzelnen institutionellen oder privaten Anlegers oder eines Fonds zusammengefasst.³¹ Allen genannten Portfoliotypen ist gemein, dass sie nach einer vorgängig festgelegten, aber regelmässig überprüften Anlagestrategie investiert werden.

a) Portfoliomanagement

Die **Umsetzung der Anlagestrategie** in einem Portfolio ist Aufgabe des Portfoliomanagements. Üblicherweise hat jeweils eine Person als Portfoliomanager die Verantwortung für eines oder mehrere Portfolios. Unter Berücksichtigung der Anlagestrategie, den ihm zur Verfügung stehenden Informationen über die Entwicklung der Märkte und seiner eigenen Einschätzungen investiert und desinvestiert der Portfoliomanager in verschiedene Anlageinstrumente, d.h. er gibt Kauf- und Verkauforders. Die Anlagen eines Portfolios werden regelmässig hinsichtlich Performance, Risiko und Übereinstimmung mit der Anlagestrategie überprüft und die Portfolioallokation bei Bedarf angepasst.

³¹ Vgl. aber Fn. 17.



In der Praxis ist die Individualität des Portfoliomanagements, gerade für private Anleger, aus Aufwandsgründen eingeschränkt. Vielmehr werden für jede Anlegerkategorie (nach Vermögen und Risikopräferenz) **Musterportfolios** definiert, welche vom Portfoliomanager mit einigen Anpassungen umgesetzt werden. So ist es möglich, den einzelnen Portfoliomanager zu unterstützen und gleichzeitig die Effizienz zu steigern.

Der Erfolg des Portfoliomanagers wird anhand von drei Dimensionen gemessen. Wichtigster Aspekt ist die **Anlageperformance**. Dieser Anreiz sorgt dafür, dass der Portfoliomanager die Anlageziele anhand der Performance aussucht. Damit werden die Interessen des Anlegers mit denen des Portfolio Managers in Übereinstimmung gebracht. Je nach **Risikoprofil** des Anlegers enthält die Anlagestrategie Vorgaben hinsichtlich des akzeptierten Risikos, welche häufig über die Gewichtung von Anlageklassen und Märkten festgelegt werden. Der Portfoliomanager muss diese Vorgaben berücksichtigen und darf von ihnen nicht ohne Begründung abweichen. Dies geht als zweiter Aspekt in die Beurteilung seiner Leistung ein. Das dritte Beurteilungskriterium vergleicht retrospektiv die realisierte Rendite mit dem eingegangenen Risiko und gilt als **Qualitätskriterium** einer Portfoliomanagement-Leistung. Die Vorgabe von Musterportfolios beeinträchtigt dieses Anreizsystem nicht. Auch bei der Umsetzung eines Musterportfolios bleibt der Manager alleine für den Anlageerfolg und -misserfolg verantwortlich.

b) Fondsleitung

Ebenfalls dem Asset Management angegliedert ist i.d.R. die Produktion von Kollektivanlagen. Aus ökonomischer Sicht entsprechen diese einer **als Produkt vertriebenen Anlagestrategie**. Der Käufer eines solchen Produktes stellt dem Produzenten Kapital zur Verfügung, welches gemäss der Anlagestrategie investiert und gemanagt wird. Der Erfolg der Investition kommt, abzüglich Entschädigungen für Management und Vertrieb, dem Anleger zugute.

Bedingt durch die Ausgestaltung von Kollektivanlagen als Produkt ähnelt die Organisationsstruktur der Fondsproduktion einer typischen Produktentwicklungs- und Verkaufsorganisation, wie man sie auch ausserhalb des Finanzsektors antrifft. Sie umfasst ein **Produktmanagement**, welches Ideen und Themen für Kollektivanlagen erarbeitet und überprüft. Dies geschieht in enger Zusammenarbeit mit potentiellen Kunden und Vertriebspartnern. Ausserdem ist eine Verkaufseinheit dafür verantwortlich, die Produkte zu vertreiben. Da dieser **Vertrieb der Fondsleitung**, was Retailkunden anbelangt, üblicherweise nicht direkt an den Anleger erfolgt, sondern an Vertriebspartner (Vermögensverwalter, Kundenberater etc.) delegiert wird, ist deren Aufgabe, Vertriebsvereinbarungen abzuschliessen und damit Absatzwege zu eröffnen.

Je nach Geschäftsmodell wird die Produktion der Kollektivanlagen ausschliesslich konzernintern (durch das eigene Portfoliomanagement) oder auch extern im Rahmen einer Evaluation vergeben. Eine externe Produktion ist dann sinnvoll, wenn intern die Ressourcen und Kompetenzen für das erfolgreiche Management eines Produkts nicht vorhanden sind. Sodann wird die Fondsleitung, die aus regulatorischen Gründen zwingend rechtlich eine eigenständige Einheit sein muss und nicht in der Bank integriert sein darf, oftmals gruppeneigene oder fremde Asset Manager für das Asset Management von



Fonds einsetzen, wenn sie keine Spezialisten hat, die deren Strategie abdecken können.

Entsprechend dem Wesen des Fondsvertriebs als Verkaufstätigkeit werden Anreize für die Mitarbeiter gesetzt. Massgeblich ist die **Verkaufsleistung**, d.h. die Höhe der in den Produkten verwalteten Vermögen, welche wiederum nicht nur von den Verkaufsaktivitäten, sondern auch von der Qualität der Produkte abhängt. Ausserdem spielt die Reputation des Anbieters und seiner Marke eine gewichtige Rolle.

c) **Produkteinkauf**

Die wenigsten Anbieter können alle Bedürfnisse ihrer Kunden mit eigenen Kollektivanlagen abdecken. Es bietet sich daher an, auch Fonds und Strukturierte Produkte von Drittanbietern zu berücksichtigen. Dieses Modell ist unter dem Begriff „**Offene Architektur**“ bekannt. Das Angebot an möglichen Produkten ist äusserst gross. Alleine in der Schweiz sind über 6'000 Fonds genehmigt. Daher ist ein strukturierter Prozess notwendig, um Produkte Dritter, welche im Portfoliomanagement berücksichtigt werden sollen, auszuwählen und gewisse Qualitätsstandards zu gewährleisten. Der Kriterienkatalog, der hier zur Anwendung kommt, umfasst Punkte wie Anlageerfolg, Liquidität oder Erfahrung des Anbieters sowie des Portfoliomanagers. Produkte, welche den Kriterienkatalog nicht erfüllen, werden nicht berücksichtigt. Den Portfoliomanagern ist es nicht gestattet, in diese von sich aus, also ohne ausdrücklichen Kundenwunsch, zu investieren.

Der Katalog von externen Produkten enthält in der Regel aber nur einen kleinen Teil der in Frage kommenden Anlagevehikel. Die Gründe hierfür sind vielfältig: Erstens werden die intern gelisteten Fremdprodukte einem vertieften Research unterzogen. Die Ressourcen hierfür sind begrenzt. Zweitens existieren viele Produkte, die ähnliche Themen verfolgen. Es macht keinen Sinn, alle Produkte zu berücksichtigen, vielmehr sollte das jeweils beste ausgewählt werden. Drittens verursacht ein zu grosses Angebot Effizienzverluste, ohne besondere Vorteile zu bringen: Die Portfoliomanager und Kundenberater werden tendenziell abgelenkt, müssen Selektionsarbeit mehrfach erbringen und wählen im Vergleich suboptimale Produkte aus. Die Begrenzung des Angebots auf eine zentral erfolgende, sorgfältig ermittelte Auswahl ist daher geboten.

Mit den Produzenten von Drittprodukten werden **Vertriebsvereinbarungen** abgeschlossen. Diese sind sehr oft als Rahmenvereinbarungen angelegt, die alle Produkte oder zumindest eine Produktkategorie (wie Aktienfonds, Obligationenfonds, Emerging Markets Fonds etc.) eines Drittanbieters betreffen. Bestandteil dieser Vereinbarungen sind neben regelmässigen Kontakten zwischen Anbieter und Vertriebspartner auch Vertriebsvergütungen, welche die Leistungen des Vertriebspartners abgelten.

Die Organisationseinheiten, welche den Einkauf von Fremdprodukten und den Abschluss von Vertriebsvereinbarungen verantworten, sind in der Regel als Cost Centers organisiert und tragen somit keine Ergebnisverantwortung. Dies widerspiegelt sich in der Mitarbeiterincentivierung, welche keine Verkaufziele enthält. Auch die Höhe der erlangten Vertriebsvergütungen ist für die Beurteilung ihrer Leistung irrelevant.



4.3.3 Geschäftseinheit „Investment Banking“

Die Geschäftseinheit „Investment Banking“ ist mit ihren **Handelsabteilungen** zuständig für die Ausführung von Kaufs- und Verkaufstransaktionen. Darüber hinaus erbringt sie **Beratungsdienstleistungen** (wie z.B. die Begleitung von Fusionen und Übernahmen), die hier jedoch nicht vertieft werden. Da ein grosser Teil des Handelsbuchs einer Bank umfangreich abgesichert wird, ist das Know-how für solche **Hedging-Strategien** in der Regel auch im Investment Banking einer Bank angesiedelt. Je nach erwarteter Marktentwicklung und den eigenen Zielen lassen sich beliebige Auszahlungsstrukturen erreichen. Es bietet sich an, diese Dienstleistungen nicht nur intern zu verwenden, sondern auch Kunden anzubieten. Aus dieser Idee heraus entstanden die „Strukturierten Produkte“.

a) Handel

Der Handelsabteilung, welche anhand der verschiedenen regionalen Märkte sowie der Anlagekategorien aufgeteilt ist, obliegen die Bewirtschaftung des bankeigenen Handelsbuches sowie die Ausführung von Handelstransaktionen im Namen und auf Rechnung des Kunden.

Die Handelsabteilungen werden als Profit Centers geführt, deren Erfolg sich aus dem Ergebnis der Eigenhandelsaktivitäten sowie der vereinnahmten Courtagen zusammensetzt. Gleiches gilt für die Händler, welche den Erfolg der von ihnen bearbeiteten Märkte und dem bewirtschafteten Teil des Handelsbuches verantworten. Die Anreize sind losgelöst von den Interessen des Anlagekunden: Im Eigenhandel, wo die Händler einen eigenen Entscheidungsspielraum besitzen, sind die Kundeninteressen nicht tangiert.³²

b) Financial Engineering

Aufgabe des Financial Engineering ist der Entwurf von komplexen Handels-, Hedging- und Investitionsstrategien auf der Basis mathematischer Methoden. Neben generalisierten Modellen und Prozessen werden auch konkrete Problemstellungen behandelt, so z.B. bei der Umsetzung von Strukturierten Produkten. Diese sind direkt implementierbar, d.h. in konkrete Handelstransaktionen umsetzbar.

Das Financial Engineering ist in der Regel als Cost Center geführt und hat keine Umsatzziele. Ähnlich verhält es sich mit den dortigen Mitarbeitenden, die hauptsächlich über Kompetenzfaktoren beurteilt werden.

c) Strukturierte Produkte

Auch wenn Strukturierte Produkte aus rechtlicher wie auch finanztheoretischer Sicht nicht den Fonds gleichzusetzen sind, ist der Vertrieb ähnlich aufgebaut. Die Produktion unterscheidet sich jedoch erheblich. Das Strukturierte Produkt stellt kein rechtlich ei-

³² Tangiert ist aber unter Umständen die Lauterkeit des Marktverhaltens. Vgl. hierzu insbesondere das EBK-Rundschreiben 08/1 Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel.



genständiges und abgeschlossenes Anlagevehikel dar, sondern ein strukturiertes und an Bedingungen geknüpftes Zahlungsversprechen des Emittenten. Demzufolge besteht keine direkte Verbindung zwischen diesem Zahlungsversprechen und den Transaktionen, welche der Emittent auf dem Markt durchführt, um das Auszahlungsprofil des strukturierten Produktes zu replizieren. Die Besonderheiten dieses Geschäfts werden in Kapitel 5 detailliert beschrieben.

5 Besonderheiten beim Vertrieb von Anlagefonds, Exchange Traded Funds und Strukturierten Produkten

Zur Investition seines Vermögens kann ein Anleger Einzeltitel wie Aktien und Obligationen, Rohstoffe, Währungen aber auch derivative Finanzinstrumente kaufen und verkaufen. Wie bereits beschrieben, wird er die entsprechenden Kauf- und Verkauforders grundsätzlich über einen Finanzintermediär in Auftrag geben. Bei Bedarf bezieht er bei seiner Bank, seinem Effekthändler oder anderen Anbietern Beratungsdienstleistungen, wenn er nicht den Anlageentscheid im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats vollständig delegiert. So kann er zwar fehlende Anlagekompetenz auf dem Markt einkaufen. Verwehrt bleiben ihm jedoch **Skaleneffekte**, welche an die Vermögensgrösse gekoppelt sind. Es bietet sich daher an, die Interessen und das Vermögen mehrerer Anleger zu bündeln und gemeinsam auf dem Markt zu investieren. Hierzu bieten sich Anlageinstrumente wie Fonds oder Strukturierte Produkte an. Dabei nimmt der Anleger anteilmässig an der Wertentwicklung des Anlagevehikels teil, welches von der Fondsleitung bzw. der SICAV verwaltet wird, bzw. er erwirbt gegenüber dem Emittenten einen Zahlungsanspruch, der von den Bedingungen des Strukturierten Produkts abhängig ist. Der Anleger profitiert neben den angesprochenen Skaleneffekten auch vom Wissen und Marktzugang der Anbieter. Zudem kann er über den Kauf bestimmter Produkte sein Vermögen in einer Art **diversifizieren**, welche ihm bei Investitionen in einzelne Titel bereits aus Kostengründen verwehrt bliebe.

5.1 Anlagevehikel für die Vermögensverwaltung

Dieses Diskussionspapier betrachtet diejenigen Anlagevehikel, welche dem breiten Publikum als Investitionsmöglichkeit zur Verfügung stehen. Heute sind dies vor allem klassische Anlagefonds und Exchange Traded Funds sowie die Strukturierten Produkte.³³ Letztere stellen neben den Fonds seit einigen Jahren eine beliebte Anlageklasse dar. Auch wenn sie unterschiedliche Funktionsweisen und rechtliche Strukturen haben, dienen alle genannten Produktklassen der Bündelung von Anlegerinteressen und dem zu verwaltenden Vermögen.

³³ Unter den Begriff der Strukturierten Produkte fallen in diesem Bericht Retail-Zertifikate mit Anlagecharakter, wie sie auf der Derivateplattform „Scoach“ (gemeinsame Handelsplattform der SIX Group und der Deutsche Börse AG) gehandelt werden.



5.1.1 Fonds

Anlagefonds sind Vermögen, welche von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden. Fonds haben in der Regel eine **unbegrenzte Laufzeit** und sind als von der Fondsleitung eigenständige **Sondervermögen** konstruiert. Dies schirmt sie von allfälligen Bonitätsproblemen der Fondsleitung ab. Zudem unterliegen sie der **Genehmigungspflicht** und der **Überwachung durch die Aufsichtsbehörde**. Mit der Zeichnung und der Einzahlung erwirbt der Anleger nach Massgabe der erworbenen Anteile eine Forderung gegen die Fondsleitung auf Beteiligung am Vermögen und am Ertrag des Anlagefonds.³⁴ Der Nettoinventarwert eines Anteils ergibt sich aus dem Verkehrswert der Anlagen des Fonds, vermindert um allfällige Verbindlichkeiten, geteilt durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile, und ist damit jederzeit transparent zu ermitteln. Die **Anlagepolitik** orientiert sich an den für den Fonds definierten Anlagezielen. Die Investition des Fondsvermögens obliegt der Fondsleitung, welche diese an externe Portfoliomanager delegieren kann.

Dabei kann die Komplexität des Asset Management je nach Zielsetzung deutlich variieren. Am unteren Ende finden sich die **Indexfonds**, welche einen Index (SMI, Dow Jones, DAX etc.) abbilden. Die Anlagepolitik des Fonds ergibt sich direkt aus der Zusammensetzung des Index'; das Management erfolgt **passiv**. Die Entwicklung des Fonds ist an die Entwicklung des Index' gebunden. Weil der Bedarf an solchen Indexfonds verhältnismässig gross ist und für die einzelnen Fondsleitungen keine Möglichkeit besteht, sich voneinander zu differenzieren, finden sich pro Index nur wenige, dafür aber in der Regel sehr grosse Fonds auf dem Markt. Indexfonds sind häufig als sog. **Exchange Traded Funds** (ETFs; vgl. Abschnitt 5.1.2) ausgestaltet, deren Anteile an der Börse gehandelt werden. Hier führt Grösse zu einer hohen Liquidität.

Andere Fonds bilden keinen Index, sondern einen **Markt** oder ein **Thema** ab, wie z.B. „Aktien Schweiz“, „Französische Small-Caps“, „US-Obligationen“, „Technology“ oder „Telecom“. Innerhalb dieses Segments suchen die Fondsmanager konkrete Titel aus, die sich ihrer Meinung nach zukünftig am vorteilhaftesten entwickeln werden. Research, Bestimmung und Überwachung der Anlageziele bedingen ein aktives Management und sind mit entsprechend grossem Aufwand verbunden. Je nach Markt und Thema variiert der Aufwand. Die Investition in grosse und liquide Märkte („Aktien USA“) ist regelmässig weniger aufwendig als jene in Märkte mit hoher Volatilität und geringer Liquidität, wie man sie vor allem bei kleineren Unternehmungen oder in aufstrebenden Ländern findet.

Schweizerische Anlagefonds sind grösstenteils als **übrige Fonds für traditionelle Anlagen** ausgestaltet. Sie investieren in Wertschriften wie Aktien und Obligationen und Derivate, wobei sie in begrenztem Masse auch Leerverkäufe tätigen oder Kredite aufnehmen können. Bei „Long only“-Strategien korreliert der Wert des Fonds mit dem Markt, in den investiert wird. Ein Fonds, der auf Schweizer Aktien fokussiert, profitiert somit, wenn sich der Aktienmarkt in der Schweiz positiv entwickelt. Gleiches gilt für **Effekten- und Immobilienfonds**. **Übrige Fonds für alternative Anlagen**, welche „**alternative**“ **Anlagethemen** abbilden, verfolgen in der Regel komplexere Strategien,

³⁴ Bei der SICAV erwirbt der Anleger nach Massgabe der erworbenen Aktien eine Beteiligung an der Gesellschaft und an deren Bilanzgewinn.



welche unter anderem grössere „Short“-Positionen beinhalten können.³⁵ Hier profitieren Fonds und Investoren von fallenden Marktpreisen. Durch Kreditaufnahme und der damit einhergehenden Hebelwirkung kann die Fondsrendite deutlich gesteigert werden. Alternative Fonds weisen jedoch oft ein deutlich höheres Risikoprofil auf als übrige Fonds für traditionelle Anlagen.

Textbox Nr. 11: Erhebliche Bedeutung nicht genehmigter Fonds

Während hier auf die zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen, genehmigten Fonds eingegangen wird, existieren auch Anlagefonds, welche keiner Genehmigungspflicht der EBK unterliegen. Dies sind insbesondere Anlagestiftungen und ausländische Anlagefonds, sofern letztere im Rahmen eines Vermögensverwaltungsvertrages eingesetzt werden. Solchenfalls müssen sie nicht vorgängig von der EBK zum öffentlichen Vertrieb genehmigt sein.³⁶

Auch wenn solche Fonds für die in diesem Bericht untersuchten Sachverhalte nicht relevant sind, so spielen sie auf dem Finanzmarkt eine gewichtige Rolle. Es kann davon ausgegangen werden, dass diese Fonds ein nahezu ähnlich grosses Volumen aufweisen wie die genehmigten Fonds.

5.1.2 Exchange Traded Funds

Obwohl sie zu den oben beschriebenen Anlagefonds gehören, verdienen die Exchange Traded Funds (ETFs) eine besondere Erwähnung. Wie bereits der Name sagt, werden ETFs, analog zu kotierten Aktien, **an der Börse gehandelt**. Durch den Börsenhandel unterscheiden sich Kauf und Verkauf in mehreren Aspekten von klassischen Anlagefonds.

a) Transparente Preisstellung an der Börse

Klassische Anlagefonds werden zum „Nettoinventarwert“ (zuzüglich einer Ausgabe- bzw. abzüglich einer Rücknahmekommission) gezeichnet und zurückgegeben. Dieser Wert ergibt sich aus dem Verkehrswert der Anlagen des Fonds, vermindert um allfällige Verbindlichkeiten, dividiert durch die Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile, und wird für jeden Tag, an dem Anteile ausgegeben oder zurückgenommen werden, von der Fondsleitung bzw. von der SICAV berechnet. Zeichnet oder verkauft ein Anleger Fondsanteile, so findet die Transaktion zu diesem Nettoinventarwert statt und repräsentiert damit den inneren Wert des Fonds.

Im Unterschied zu den übrigen an der Börse gehandelten Effekten, deren Preis sich einzig aus Angebot und Nachfrage bestimmt, besteht für ETFs eine besondere Regelung. Hier ist zum Schutz des Anlegers ein formeller Market Maker vertraglich verpflichtet, während einer bestimmten Handelszeit Kurse (Angebot und Nachfrage) zu einem

³⁵ Unter einer „Short“-Position versteht man z.B. den Leerverkauf einer Aktie.

³⁶ Vgl. das EBK-Rundschreiben 03/1 Öffentliche Werbung im Sinne der Gesetzgebung über die kollektiven Kapitalanlagen.



bestimmten Spread zu stellen.³⁷ Dadurch ist sichergestellt, dass der Anleger an der Börse Anteile eines ETF zu einem fairen Preis kaufen und verkaufen kann.

b) Passive Anlagestrategie

Damit ETFs für den/die Market Maker attraktiv werden, brauchen sie eine bestimmte Grösse. Diese lässt sich mit spezialisierten Themen, welche nur wenige Anleger anziehen, kaum erreichen. Die meisten ETFs verfolgen daher eine einfach kommunizierbare, passive Anlagepolitik, indem sie bekannte in- und ausländische Indizes replizieren.

c) Börsenübliche Transaktionsstruktur

Zeichnungs- und Rücknahmeanträge für klassische Anlagefonds werden in der Regel erst am Tag nach der Auftragserteilung und zwar aufgrund der Schlusskurse des Auftrags-tags abgewickelt. Der Anleger kennt also zum Zeitpunkt der Auftragserteilung den zur Abrechnung gelangenden Nettoinventarwert nicht („Forward Pricing“). Die Order besteht demzufolge nur aus der Angabe, ob ver- oder gekauft werden soll, und wie viele Anteile zu handeln sind.

Dieser insbesondere für qualifizierte Anleger empfindliche Nachteil besteht für ETF-Orders nicht. Diese werden dann ausgeführt, wenn an der Börse ein „Match“ vorliegt, d.h. Angebot und Nachfrage zum in den Aufträgen angegebenen Preis zusammentreffen. Bei liquiden ETFs kann dies im Moment der Auftragserteilung zutreffen. Analog zum Handel mit Aktien ist es auch möglich, Aufträge „bestens“ oder „billigst“ zu geben und sie mit einer Laufzeit zu versehen. Ebenso kommen Limitenorders vor. Zudem hat ein Market Maker während einer bestimmten Handelszeit in einem bestimmten Umfang Kurse zu stellen (vgl. Abschnitt 5.1.2 Bst. a).

d) Niedrige Kosten

Da heute die meisten ETFs eine passive Anlagestrategie verfolgen, entfallen für die Fondsleitung die Kosten für ein aktives Portfoliomanagement. Die Fonds sind daher kostengünstig zu produzieren, wobei der Kostenvorteil an die Anleger weitergegeben wird. Zudem sind die tiefen Kosten auf den Wegfall der in der Regel relativ hohen Vertriebsvergütungen zurückzuführen (vgl. Abschnitt 5.3.2).

e) Transparente Anlagemöglichkeit

Die niedrigen Kosten und die hohe Liquidität und Transparenz von passiv verwalteten ETFs machen diese für Anleger hoch attraktiv. ETFs eignen sich aufgrund ihrer Kostenstruktur sehr gut zur Diversifikation.

Die Attraktivität von ETFs ist auch im Trend begründet, Alpha- und Betaanlagen voneinander zu trennen.³⁸ Gerade kleinere Vermögen werden aus Kosten- und Risikosicht

³⁷ Der Spread hängt ab vom Index, den der ETF abbildet.



am vorteilhaftesten mit einer Beta-Strategie verwaltet, wobei die Meinungen in der Branche jedoch auseinander gehen.

5.1.3 Strukturierte Produkte

Strukturierte Produkte bieten dem Anleger verschiedene Vorteile: Die Strukturierung des Produktes erlaubt eine Abstimmung des Chance-Risiko-Profiles auf die Bedürfnisse des Anlegers. Strukturierte Produkte können aufgrund der geringen „Time-to-Market“ rasch und flexibel auf die Lage an den Märkten reagieren. Schliesslich erlauben die unterschiedlichen Produktemerkmale und Auszahlungsprofile dem Anleger auch seitwärts, in stagnierende oder gar fallende Märkte zu investieren.³⁹

Die Zertifikate, die der Anleger zeichnet, stellen keinen Anteil an einem isolierten Sondervermögen dar, sondern verbiefen die Teilnahme an der Wertentwicklung des jeweiligen Basiswertes wie z.B. einer Aktie oder eines Index'. Rechtlich gesehen handelt es sich bei Strukturierten Produkten um Inhaberschuldverschreibungen. Als Inhaber einer Schuldverschreibung unterliegen Anleger dem Ausfallrisiko des jeweiligen Emittenten.⁴⁰ Das Gegenparteirisiko spielt in der Wahrnehmung der Anleger eine untergeordnete Rolle, da die Insolvenz eines Emittenten als unwahrscheinlich angesehen wird. Dabei wird jedoch übersehen, dass selbst kleinere Veränderungen in der Bonitätssituation eines Emittenten sich in dessen „Credit-Spread“ niederschlagen.⁴¹ Dieser wiederum hat einen Einfluss auf die Preisgestaltung eines Produkts. Steigt nämlich der Spread, verliert das Strukturierte Produkt automatisch an Wert, da sich der „Bondfloor“ verringert.⁴² Ein Emittent kann sich so über die Emission Strukturierter Produkte günstig refinanzieren. Hieraus kann sich ein Interessenkonflikt zwischen Emittent und Anleger ergeben.

Während die Anbieter von Strukturierten Produkten einer Bewilligungspflicht als Bank oder Effektenhändler unterstehen und beaufsichtigt werden, müssen die **Produkte selber nicht gesondert genehmigt** werden. Es besteht lediglich eine Prospektpflicht.⁴³ Strukturierte Produkte können so innert weniger Tage aufgelegt werden, zumal auch keine eigene rechtliche Struktur, wie sie zur Lancierung eines Fonds notwendig ist, eingerichtet werden muss. Die Laufzeit der Vehikel liegt i.d.R. zwischen ein bis fünf Jahren. Renditeoptimierungsprodukte haben in der Regel eine Laufzeit unter einem Jahr,

³⁸ Beta-Anlagen (so z.B. Index-ETFs) bilden den Markt ab und dienen als Grundstock eines Portfolios, sind transparent und zeichnen sich durch geringe Kosten aus. Alpha-Anlagen (so z.B. aktiv verwaltete Fonds) versuchen, durch gute Anlageentscheide die durchschnittliche Marktrendite zu übertreffen. Der Kunde bezahlt diese Zusatzdienstleistung mit einer höheren Verwaltungskommission, obgleich viele aktive Fonds nach Abzug der Kosten kaum eine Überrendite erzielen.

³⁹ Auch gewisse Fondstypen können solche Short-Strategien verfolgen.

⁴⁰ Vgl. hierzu die Broschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel“ der SBVg von 2008 (S. 14 ff.; abrufbar unter www.swissbanking.org).

⁴¹ Die Differenz zwischen dem risikolosen Zinssatz und dem Marktsatz, den ein Schuldner bezahlen muss, wird als Credit-Spread bezeichnet.

⁴² Der Bondfloor ist der aktuelle Wert der verzinslichen Komponente (Bondkomponente) eines strukturierten Produktes.

⁴³ Vgl. hierzu die von der EBK als Mindeststandards anerkannten Richtlinien der SBVg über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten von 2007 sowie Art. 5 KAG i.V.m Art. 4 KKV.



was zur Attraktivität der Strukturierten Produkte zur Nutzung kurzfristiger Anlageideen, aber auch zur Befriedigung spezieller Kundenbedürfnisse beiträgt. Die Flexibilität zeigt sich auch am Emissionsvolumen: Bereits ab CHF 100'000 kann es sich lohnen, ein Strukturiertes Produkt zu erstellen, während der entsprechende Mindestbetrag für einen Fonds aufgrund der regulatorisch bedingten Kosten notwendigerweise um ein Vielfaches höher ist.⁴⁴

5.2 Vergütung durch den Anleger

Genau wie der Anleger die Leistungen eines Vermögensverwaltungsmandats direkt sowie den Bezug von Beratungsdiensten indirekt entschädigt, werden auch die Leistungen einer Fondsleitung oder eines Anbieters von Strukturierten Produkten nicht kostenlos erbracht. Die Vergütungen und Kosten mindern die Wertentwicklung des Anlagevehikels. Es ist daher wichtig, dass der Anleger die Höhe der Vergütungen kennt.

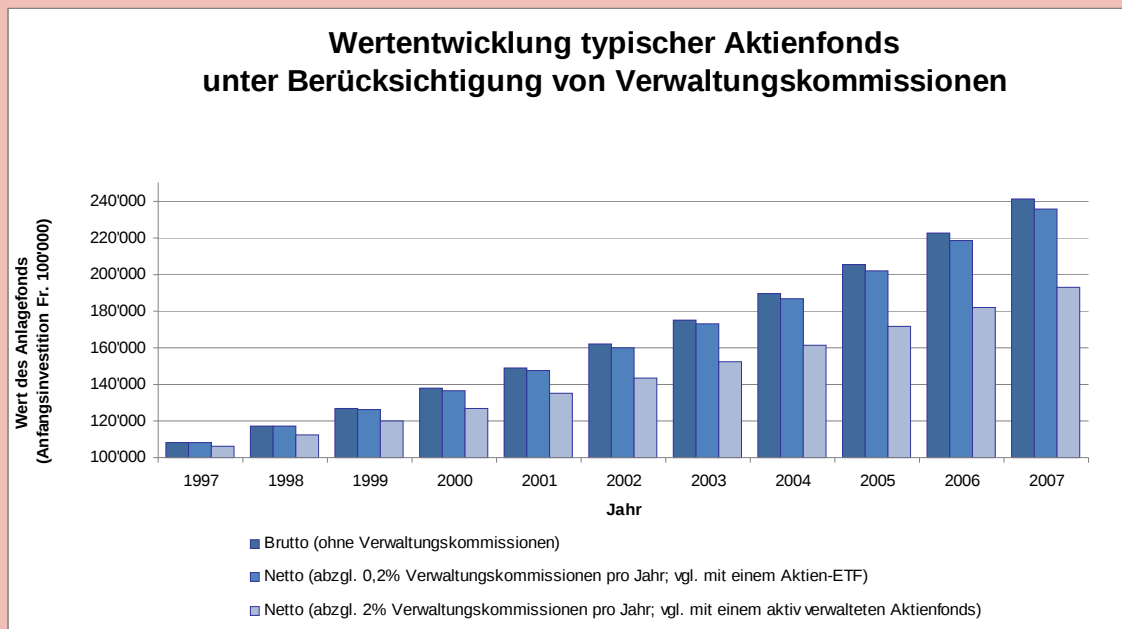
Textbox Nr. 12: Auswirkung der Kosten auf die Anlageentwicklung

Auch wenn die Kosten eines Fonds im niedrigen einstelligen Prozentbereich gering scheinen, so ist ihr Einfluss auf die Anlageentwicklung substanziell, wenn die Kosten in Bezug zur Anlageentwicklung gesetzt werden. Das folgende Beispiel zeigt die hypothetische Wertentwicklung einer Fondsanlage von CHF 100'000 über 10 Jahre unter der Annahme, dass die Anlageperformance des Fonds brutto, d.h. ohne Erhebung der Kosten, bei 8% liegt.⁴⁵ Fallen keine Kosten an, so hat die Fondsanlage nach 10 Jahren einen Wert von CHF 241'000. Bei jährlicher Erhebung einer Verwaltungskommission von 2% – dies entspricht dem üblichen Satz für aktiv verwaltete Fonds in breiten, liquiden Aktienmärkten – werden dem Fonds über die Laufzeit CHF 33'000 an Kosten belastet. Die Fondsanteile haben so nach 10 Jahren lediglich einen Wert von CHF 193'000, d.h. der Anleger büsst 35% des Wertzuwachses ein. Die restlichen CHF 33'000 stehen zudem für eine Reinvestition nicht zur Verfügung, was die Nettorendite weiter schmälert. Investiert der Anleger jedoch in einen Aktienindex-ETF, so profitiert er von den bei diesen Fonds deutlich geringeren Verwaltungskommissionen. Nimmt man einen Kommissionssatz von 0,2% an, so werden die Fondsanteile des Anlegers über die gesamte Laufzeit mit CHF 3'700 belastet. Unter der Voraussetzung, dass die Bruttofondsperformance des ETF dem des aktiv verwalteten Fonds entspricht, erhält der Anleger am Ende der Laufzeit CHF 236'000.

⁴⁴ I.d.R. sollte das Volumen eines Fonds mindestens mehrere Dutzend Millionen betragen. Es wirken erhebliche Skaleneffekte, durch die sich grössere Fonds effizienter verwalten lassen.

⁴⁵ Dies entspricht in etwa der Entwicklung eines aktiv gemanagten, wachstumsorientierten Fonds in europäischen Aktien seit 1997.

Beispiel:



5.2.1 Fonds

Die Kostenstruktur von Anlagefonds ist keine rein zivilrechtliche Angelegenheit zwischen Fondsanbieter und Anleger, sondern wird im Genehmigungs- und Überwachungsprozess auf Transparenz und Erfüllung der gesetzlichen Erfordernisse überprüft. Ausserdem wird die Ausgestaltung der Vergütungen und Nebenkosten innerhalb von Branchenregelwerken, z.B. den Selbstregulierungen der SFA, thematisiert. Heute sind mehrere Vergütungskomponenten üblich und gesetzlich geregelt:

- **Verwaltungskommission**

Die jährliche Verwaltungskommission (*engl.* Management Fee) stellt den Hauptanteil der vom Anleger zu tragenden Vergütungen dar, als sie laufend anfällt. Sie steht dem Fondsanbieter zu und entschädigt ihn für alle mit der Fondsverwaltung anfallenden Arbeiten, nämlich die eigentliche Leitungstätigkeit (Leitung), das Portfolio Management und den Vertrieb. Sie ist naturgemäss unabhängig davon, ob und zu welchem Preis die Fondsleitung Teile dieser Elemente an Dritte auslagert oder durch eigenes Personal erbringt. Die Verwaltungskommission (einschliesslich einer allfällig erhobenen erfolgsabhängigen Kommission [*engl.* Performance Fee]) wird dem Fondsvermögen belastet. Die Entwicklung des Fondsvermögens verringert sich damit um die einbehaltene Vergütung. Deren Höhe wird dem Anleger im Fondsprospekt, der Teil des Kollektivanlagevertrags mit dem Anleger bildet, offen gelegt sowie im Jahres- und Halbjahresbericht mitgeteilt und ist somit absolut transparent. Sie wird vom Kunden beim Vertragsabschluss akzeptiert. Die Verwaltungskommission für Schweizer Publikumsfonds kann je nach Art der Anlagen und Komplexität



des Fonds jährlich bis zu 3% des Nettofondsvermögens betragen. Bei Portfolio- und Aktienfonds ist sie regelmässig höher als bei Obligationen- und Geldmarktfonds.

- Depotbankkommission

Die Anlagen des Fonds werden bei einer Depotbank verwahrt, die ausserdem die Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile sowie den Zahlungsverkehr übernimmt. Zudem sorgt sie dafür, dass die Fondsleitung bzw. die SICAV die gesetzlichen Vorschriften beachtet. Für ihre Aufgabe, die somit weit über die reine Verwahrung des Fondsvermögens hinausgeht, wird sie mit einer Depotbankkommission entschädigt. Diese wird entweder in Promillen des Nettofondsvermögens analog zur Verwaltungskommission berechnet oder sie ist bei Vergütungsmodellen wie „All-in-Fee“ oder pauschaler Verwaltungskommission bereits enthalten.

- Ausgabe- und Rücknahmekommission

Die Ausgabe- und Rücknahmekommission zulasten des Anlegers dient der Abgeltung des punktuellen Verkaufsvorgangs durch die Vertriebsträger.⁴⁶ Sie verringert die Anlage- bzw. die Rückzahlungssumme, schlägt sich aber nicht in der Performance des Fonds nieder. Die Ausgabekommission kann in Extremfällen zwar bis 6% der investierten Summe betragen, liegt i.d.R. aber zwischen 0,5 und 1,5%. Bei Portfolio- und Aktienfonds ist sie regelmässig höher als bei Obligationenfonds. Für Geldmarktfonds werden, wenn überhaupt, nur geringe Ausgabekommissionen erhoben, weil sie sonst nicht mehr mit Sparguthaben konkurrieren können. Ausgabe- und Rücknahmekommissionen sind im Fondsvertrag bzw. Anlagereglement einzeln aufzuführen, wobei die Angabe eines Höchstsatzes zulässig ist. Welche Ausgabe- und Rücknahmekommission der Anleger im Einzelfall im Rahmen dieses Höchstbetrags zu bezahlen hat, ist Verhandlungssache zwischen dem Fondskäufer und dem Vertriebsträger. Da die Depotbank gesetzlich zur Besorgung der Ausgabe und Rücknahme der Anteile verpflichtet ist, werden die Ausgabe- und Rücknahmekommission grundsätzlich von ihr erhoben und allfällige Vertriebsvergütungen an die berechtigten Finanzintermediäre weitergeleitet.⁴⁷

- Nebenkosten

Als Nebenkosten gelten zum einen Courtagen, Gebühren, Handänderungssteuern bei Immobilienfonds und Abgaben etc., somit Kosten, die aus der laufenden Verwaltung des Fondsvermögens (Transaktionskosten) entstehen. Zum andern fallen Kosten darunter, die ohne direkten Zusammenhang mit der Verwaltung der Anlagen anfallen, wie jährliche Gebühren der Aufsicht über den Fonds, Druck von Dokumenten, Publikationen, Honorar für die Revision etc.

⁴⁶ Sie entspricht in dem Sinne der Courtage, die beim Erwerb und Verkauf von Fondsanteilen nicht anfällt.

⁴⁷ Dazu kommen die einmaligen Nebenkosten, die dem Fondsvermögen im Durchschnitt aus der Anlage des einbezahlten Betrages bzw. aus dem Verkauf eines dem gekündigten Anteil entsprechenden Teils der Anlagen erwachsen. Sie werden entweder pauschaliert dem Anleger oder dem Fondsvermögen belastet.



Textbox Nr. 13: Total Expense Ratio (TER) als Kostenindikator

Die Kennziffer Total Expense Ratio (TER) hat sich branchenweit als Kostenindikator etabliert. Sie drückt die Gesamtheit derjenigen Kommissionen und Kosten, die laufend dem Fondsvermögen belastet werden (Betriebsaufwand), *retrospektiv* in einem Prozentsatz des Fondsvermögens aus.⁴⁸ Der Anleger hat so die Möglichkeit, die Kosten verschiedener Fonds einfach miteinander vergleichen.⁴⁹

Eine vollständige Kostentransparenz schafft jedoch auch die TER nicht. Zum einen werden die Transaktionskosten, die beim Asset Management des Fonds anfallen, nicht berücksichtigt.⁵⁰ Zum anderen sieht der Anleger den Einfluss der einzelnen Kostenkomponenten nicht.

5.2.2 Exchange Traded Funds

Die Vergütungsstruktur deckt sich hinsichtlich der Verwaltungs- und Depotbankkommission grundsätzlich mit jener der klassischen Anlagefonds. Eine Ausgabe- oder Rücknahmekommission wird nicht erhoben, da die Anteile über die Börse bezogen werden. Wie bei allen Börsentransaktionen fallen beim Handel von ETF-Anteilen Courtagen an, welche dem beauftragten Effekthändler zu gute kommen. Im übrigen wird auf Abschnitt 5.1.2 Bst. a und c verwiesen.

5.2.3 Strukturierte Produkte

Da sich die rechtliche und praktische Ausgestaltung von Strukturierten Produkten und Fonds unterscheidet, kommt ein anderes Vergütungsmodell zum Tragen. Grund hierfür ist sicher auch, dass die Entschädigungsstruktur von Fonds gesetzlich geregelt ist, die Entwicklung von Strukturierten Produkten in der Anfangsphase dagegen in einem unregulierten Feld erfolgte. Folgende Kosten des Produkts können bei der Anlage in ein Strukturiertes Produkt anfallen:

- Ausgabeaufschlag (Agio)

Ein offen ausgewiesener Ausgabeaufschlag findet sich, nach dem starken Wachstum der Strukturierten Produkte und dem intensiven Wettbewerb, nur noch bei wenigen Produkten.⁵¹ Der Grossteil der Zertifikate wird frei von einem Agio emittiert. Wird es trotzdem erhoben, so kann es zwischen einem und drei Prozent des Nominalwertes liegen und dient dem Emittenten zur Ertragsgenerierung. Zudem kann der Ertrag aus dem Aufgeld dazu genutzt werden, um gewünschte Funktionsmerkmale des Zertifikates zu erzeugen. Weiter kann der Emissionspreis höher sein als der fi-

⁴⁸ Vgl. die von der EBK als Mindeststandard anerkannten Richtlinien der SFA zur Berechnung und Offenlegung der TER und der PTR von kollektiven Kapitalanlagen von 2008.

⁴⁹ Bei einem Vergleich von Fonds unterschiedlicher Herkunftsländer ist ferner zu beachten, dass je nach Herkunftsland verschiedene Berechnungsmethoden zur Anwendung kommen können.

⁵⁰ Hier kann die Portfolio Turnover Rate (PTR), die ebenfalls angegeben werden muss, Hinweise liefern.

⁵¹ Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn das Zertifikat Zugang zu einem exotischen Markt bietet.



nanztheoretische Wert des Produktes. Dies generiert für den Emittenten eine Marge, die für einen durchschnittlichen Anleger nicht offen erkennbar ist.

- Spread

Nach Ende der Zeichnungsfrist und dem Beginn des Handels wird der Ausgabeaufschlag auf dem Sekundärmarkt durch den Spread abgelöst. Der Spread ist die Differenz zwischen Ankauks- und Verkaufskursen, die der Emittent als Market Maker für sein Produkt zu stellen bereit ist. Schiebt dieser den Ankaukskurs nach unten, muss an den Anleger, der sein Papier zurückverkauft, weniger bezahlt werden. Dieser Preisbildungsmechanismus in der Hand des Emittenten gilt nicht nur im ausserbörslichen Handel, sondern auch bei über die Börse getätigten Geschäften. Diese Spanne ist eine weitere Einnahmequelle für den Emittenten und ein wesentlicher Kostenfaktor für den Anleger, wenn er das Produkt nicht bis zur Endfälligkeit hält. Die Höhe des Spread hängt von der gewählten Handelsplattform sowie der Struktur und Komplexität des Zertifikats ab.⁵² Er liegt zwischen 0,1 Prozent bei einem einfachen und verhältnismässig häufig gehandelten Indexzertifikat bis hin zu über einem Prozent bei einer komplexen und volatilen Struktur. Die Festsetzung des Spread liegt allein im Ermessen des Emittenten und kann durch den Anleger nicht nachvollzogen werden. Über den Spread wird der Emittent für die Bereitstellung von Liquidität, d.h. der Zusage, das Zertifikat jederzeit zurückzukaufen, entschädigt. Da ein Weiterverkauf an andere Anleger angesichts der kurzen Laufzeit der Produkte und der nur befristeten Aktualität der Themen unwahrscheinlich ist, wird der Emittent bei Rückgabe von Zertifikaten seinerseits seine Marktpositionen anpassen müssen, was zu Transaktionen und Kosten führt.

- Verwaltungskommission

Während es sich bei Agio und Spread um einmalige Kosten des Anlageprodukts handelt, ist die Verwaltungskommission ein laufender Kostenfaktor, der allerdings nur bei bestimmten Produkten, bei denen dem Emittenten tatsächlich ein Verwaltungsaufwand entsteht, zur Anwendung gelangt. Dies mag dann der Fall sein, wenn als Basiswert ein Aktienkorb oder eine Strategie dient, der bzw. die sich nach bestimmten vordefinierten Kriterien ändert. Die Kosten für die Anpassungen durch den Manager werden als Managementgebühr mit dem Kurs des Zertifikats verrechnet und auf diesem Weg an den Anleger weitergegeben.

- Performancegebühr

In seltenen Fällen wird auch bei einem Zertifikat eine Performancegebühr erhoben. Sie ist bei Zertifikaten auf Hedge Funds, die dem Anleger eine gute Rendite unabhängig von der Börsensituation versprechen, zu finden. Die Ausgestaltung der Performancegebühr entspricht den aus dem Anlagefondsgeschäft bekannten Spielarten.

⁵² Die Börsen schreiben indes dem Emittenten für jedes Produkt eine maximal zulässige Differenz vor.



- Transaktionsgebühr

Beim Kauf und Verkauf von Zertifikaten fallen die üblichen Transaktionsgebühren (z.B. Brokerage Fee, Courtage) an, wenn dieser kommissionsweise erfolgt (nicht dagegen, wenn ein echtes Kauf- oder Verkaufsgeschäft vorliegt). Dem Anleger sind diese über die ihm mitgeteilte Gebührenstruktur der Bank ebenfalls offen gelegt.

5.3 Vertrieb

Wie alle Hersteller von Produkten sind auch die Anbieter von Anlagevehikeln darauf angewiesen, ihre Leistungen am Markt zu platzieren und Käufer bzw. Anleger zu finden. Dies gilt nicht nur für eigenständige Fondsleitungen oder Emittenten von Strukturierten Produkten, sondern auch für den Fall, dass sie in einer Universalbank eingebunden sind. Der Konzern hat hier zwar einen direkten Kontakt zu den Anlagekunden. Da dieser Kontakt aber in von den Produktanbietern separierten Geschäftseinheiten erfolgt, stellt sich die Problematik des Vertriebs auch bei konzerneigenen Produkten.

5.3.1 Struktur

Bei der Betrachtung des Vertriebs von Anlagefonds und Strukturierten Produkten muss zwischen institutionellen Anlegern und Privaten unterschieden werden. Erstere haben in der Regel genug Erfahrung und ein ausreichend grosses Anlagevermögen, um mit den Anbietern direkt in Kontakt treten und verhandeln zu können („**Pull**“-Ansatz).

Bei privaten Anlegern nimmt die Depotbank bzw. der Vermögensverwalter weitere Aufgaben wahr. Da viele Private im Rahmen der Anlageberatung bzw. eines Mandats die Anlageentscheide und damit auch die Selektion von Fonds oder Strukturierten Produkten an ihren Vermögensverwalter delegiert haben oder zumindest Unterstützung in Anspruch nehmen, verschiebt sich das Angebot vom Fondsmarkt in Richtung des Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsanbieters, der nur einen Teil der theoretisch zur Verfügung stehenden Produktvielfalt berücksichtigen wird. Für den Anbieter von Fonds und Strukturierten Produkten ist es daher eine sinnvolle Strategie, mit Vermögensverwaltern als Vertriebspartnern zusammenzuarbeiten, um die potentiellen Anleger zu erreichen („**Push**“-Ansatz). Die Produkte werden demnach wirtschaftlich gesehen den Privatanlegern in erster Linie „verkauft“ und nicht etwa von letzteren „gekauft“.⁵³

Die Bedeutung des Vertriebspartners für den Produktanbieter ermöglicht es dem erstgenannten, für seine Leistung eine **Vertriebsvergütung** zu erheben, welche der Produktanbieter zu entrichten hat. Als Gegenleistung nimmt der Vertriebsträger die Produkte in seine Anlagelisten auf und berücksichtigt sie aktiv bei Anlageberatung und Portfoliomanagement. Die zu erbringenden Leistungen sowie die Vergütungen sind Bestandteil einer **Vertriebsvereinbarung** zwischen Produktanbieter und Vertriebspartner. Während das Bestehen einer solchen Vereinbarung nicht zwingend für den Erwerb eines Produktes durch einen Vermögensverwalter im Namen für seinen Kunden ist, so ist es

⁵³ Gerade bei den Strukturierten Produkten und deren intensiver Bewerbung in der Tagespresse sieht man aber, dass durchaus auch beim Endanleger das Kaufinteresse geweckt werden kann mit dem Ziel, dass dieser dann die Produkte selbst kauft oder aber seinen Intermediär auf diese anspricht.

doch üblich, ab einem gewissen Volumen einen solchen Rahmenvertrag abzuschliessen. Auch die Anbieter selbst sind daran interessiert. Da Vertriebspartner nur mit einer kleinen Anzahl von Anbietern solche Vereinbarungen abschliessen, geniessen diese eine gewisse Exklusivität, welche sich auf die Profitabilität der Vertriebsbeziehung positiv auswirkt.

5.3.2 Vergütung des Vertriebs durch den Anbieter

a) Fonds

Als Leistung ist nicht nur der konkrete Verkauf eines Fondsanteils anzusehen. Vielmehr erbringt der Vertriebspartner („Vertriebsträger“) auch vor und nach dem Verkauf Leistungen. Dies umfasst die Auswahl von adäquaten Anlageprodukten, die Abdeckung jener mit eigenem Research sowie interne (Mitarbeiterinformation und -schulung) sowie externe (Empfehlung an Beratungskunden) Marketingleistungen. Heute ist es üblich, dass der Anbieter seine Vertriebspartner für diese Leistungen teilweise entschädigt. Die regelmässige Vergütung für diese Aufgaben erfolgt in der Form einer **Bestandespflegekommission**, welche über den beim Vertriebspartner gehaltenen Bestand definiert und nicht an eine konkrete Transaktion oder Dienstleistung gekoppelt ist. Für die eigentliche Kaufs- und Verkaufstransaktion selbst erhält der Vertriebsträger wie erwähnt die **Ausgabe- und** – eher selten – eine **Rücknahmekommission**.

Die Höhe der Bestandespflegekommission deckt sich nur teilweise mit dem Aufwand der so entschädigten Leistung. Nimmt ein Vertriebspartner das Produkt eines Anbieters in sein Anlageprogramm auf, so erbringt er zwar alleine durch das Anbieten und die vorgelagerten Tätigkeiten (wie Research und Qualitätskontrolle) eine Leistung, wird aber ohne konkrete Verkaufserfolge nicht hierfür entschädigt. Hat der Vertriebspartner dann Anlageprodukte an seine Kunden verkauft, so sind zwar keine Marketingleistungen für die verkauften Anteile mehr zu erbringen, jedoch fliessen jetzt Vergütungen. Der Vertriebspartner wird somit für platzierte Produkte vergütet, erhält aber zumindest mit der Bestandespflegekommission einen Teil der Vergütungen für Leistungen, welche schwerpunktmässig vor dem Verkauf anfallen. Trotzdem wird durch die in Aussicht gestellten Entschädigungen ein Anreiz gesetzt, die Produkte möglichst erfolgreich zu vertreiben.

Da die Vertriebsvergütungen vom Produktanbieter zu zahlen sind, stellen sie für diesen eine Kostenkomponente dar, welche über die Verwaltungskommission gedeckt wird, gleich wie die Leitung und das Portfoliomanagement für das Fondsvermögen. Die Vertriebsvergütungen werden somit letztlich vom Anleger getragen. Deren Höhe ist relativ substantiell. Gerade bei für den Privatkunden bestimmten Fonds machen sie bis zu 75% der Verwaltungskommission aus, wobei die zunehmende Konkurrenz unter den Fondsanbietern dafür sorgt, dass der Anteil weiter steigt.⁵⁴

⁵⁴ Vgl. Thévenoz 2007, 341 ff.

b) Strukturierte Produkte

Bei den Strukturierten Produkten hat sich ein von der Praxis der Anlagefonds im Kern nicht abweichendes Vertriebsvergütungsmodell etabliert. Aus seiner Bruttomarge entrichtet der Emittent an seinen Vertriebspartner Vergütungen für dessen Vertriebsleistung in der Form von Platzierungskommissionen oder von Bestandespflegekommissionen. Neben der Vertriebsleistung wird gegebenenfalls die Mitarbeit des Vertriebspartners bei der Auflegung des Produkts durch eine Arranger- oder Structuring-Kommission entschädigt.

5.3.3 Abgrenzung zu vom Anleger gezahlten Vergütungen

Auch wenn in der obigen Darstellung die verschiedenen Vergütungen unabhängig voneinander dargestellt wurden, besteht zwischen den Entschädigungen, welche der Anleger wissentlich entrichtet, sowie den vom Anbieter gezahlten Vergütungen ein Zusammenhang. Augenfällig ist dieser Zusammenhang zwischen Entschädigungen und Verwaltungskommissionen bei den verschiedenen Anlegerklassen: Während der Vertrieb von Produkten an Privatkunden meistens aktiv seitens des Vertriebspartners erfolgt, übernehmen die institutionellen Anleger die Auswahl von Anlagevehikeln in der Regel selber. In diesem Fall ist die Leistung eines allfälligen Vertriebspartners minimal. Die Anbieter von Anlagefonds tragen, sofern sie keine besonderen Fonds für qualifizierte Anleger auflegen, diesem Umstand Rechnung, indem sie für einen Fonds mehrere Anteilsklassen mit unterschiedlichen Kriterien hinsichtlich Kostenstruktur, Ausschüttung oder Thesaurierung, Mindestanlage, Anlegerkreis etc. schaffen. Anteilsklassen, welche für den Vertrieb an Private vorgesehen sind, werden mit einer höheren Verwaltungskommission, aber unter Zahlung von Vergütungen an den Vertriebspartner abgegeben. Für Institutionelle bestimmte Fondsanteile begründen keine oder wesentlich niedrigere Vertriebsvergütungen und können daher mit einer geringeren Verwaltungskommission abgegeben werden. In beiden Fällen bleibt der Ertrag der Fondsleitung in etwa gleich. Ähnliche Vergütungsstrukturen finden sich bei international vertriebenen Fonds, um den unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen Rechnung zu tragen.

Textbox Nr. 14: Einfluss von Vertriebsvergütungen auf die Anlageberatung bzw. den Anlageentscheid

Im Rahmen der Anlageberatung und eines Vermögensverwaltungsmandats hat ein Vertriebspartner Einfluss darauf, welche Fonds der Anleger kauft. Es besteht die Gefahr, dass der Vermögensverwalter diejenigen Anlageprodukte auswählt, welche ihm die höchsten Vertriebsvergütungen einbringen. Die Auswahl des für den Kunden besten Produktes könnte so in den Hintergrund treten.

Für die Höhe der Vertriebsvergütungen haben sich nach Aussage der Mehrheit der Anbieter branchenweit Standards etabliert. Sie orientieren sich hauptsächlich an der Anlageklasse eines Vehikels wie z.B. Indexfonds, Aktienfonds, Obligationenfonds, Geldmarktfonds oder Strukturierte Produkte. Innerhalb dieser Anlageklassen sind die Vertriebsvergütungen der entsprechenden Produkte in etwa gleich. Sie eignen sich daher

nur bedingt als Differenzierungsmerkmal und können so auch kaum zu einem Interessenkonflikt führen.⁵⁵

Anders sieht es bei der Betrachtung von Vehikeln *verschiedener* Anlageklassen aus. Der Vertrieb von Strukturierten Produkten wird höher vergütet als der Verkauf von Aktienfonds. Letztere wiederum sind aus Sicht des Vertriebs profitabler als Geldmarktfonds. Es könnte die Tendenz bestehen, dass sophistiziertere Produkte übergewichtet werden. Jedoch ist die Relevanz solcher Mehrumsätze für die Geschäftseinheiten und deren Mitarbeiter eines Vermögensverwalters, die Einfluss auf die Produktwahl haben, minimal, wie bei den Untersuchungen der EBK ersichtlich wurde. Weder kennen die entscheidenden Instanzen die Höhe der Vertriebsvergütungen eines konkreten Produkts, noch sind die Vergütungen in den internen Anreizsystemen von grösserer Bedeutung.

Es stellt sich also die Frage, ob nicht andere Effekte zu dieser Verzerrung führen: Gemäss Branchenmeinung ist die Tendenz feststellbar, dass Kunden auf aussergewöhnliche Themen mit versprechenden Renditen interessierter reagieren als auf vergleichsweise einfache, aber risikoarme und günstigere Investitionsmöglichkeiten. Es ist durchaus vorstellbar, dass allein dieser Effekt zur Bevorzugung von teureren Produkten *durch den Kunden* führt. Auch auf Anlageberater und Portfoliomanager wirkt dieser Umstand. Sie werden regelmässig über neue Produkte informiert. Es ist nicht auszuschliessen, dass sie unübliche Themen mit grösserem Interesse aufnehmen und sie bei ihrer Tätigkeit stärker berücksichtigen. Dass der Vermögensverwalter davon über Vertriebsvergütungen profitiert, ist Folge, nicht Ursache der Produktauswahl. Nicht auszuschliessen ist zudem, dass auf Ebene der Gesamtunternehmung Produkte, welche höhere Vertriebsvergütungen einbringen, bei den internen Marketinganstrengungen bevorzugt werden. Diese „weichen“ Anreize sind von aussen kaum zu beobachten und zu steuern. Jedoch manifestiert sich eine suboptimale Produktauswahl mittelfristig in einer schlechten Anlageentwicklung. Der Anleger ist daher selber gehalten, den Anlageerfolg und damit die Leistung seines Vermögensverwalters kontinuierlich zu überwachen. Dem Vermögensverwalter wird damit die Möglichkeit genommen, den Anleger zu übervertreiben, da er bei unbefriedigender Anlageentwicklung mit dem Verlust des Kunden rechnen muss.

6 Beizug unabhängiger Vermögensverwalter

6.1 Grundsätzliches und Interessenlage

In der Schweiz sind je nach Zählweise zwischen 2'500 und 3'000 unabhängige Vermögensverwalter tätig.⁵⁶ Das Wort „unabhängig“ bedeutet, dass diese Vermögensverwalter nicht Teil einer Bank oder eines Effektenhändlers, sondern von jenen unabhängig sind. Bei Banken und Effektenhändlern ist auch die Bezeichnung als „externe“ Vermögensverwalter geläufig. Viele dieser Vermögensverwalter sind ehemalige Bankangestellte, welche sich selbständig gemacht haben. Dies begann bereits in den 80er Jah-

⁵⁵ Für eine Schätzung der Höhe der in der Schweiz fliessenden Vertriebsvergütungen vgl. Abschnitt 8.1.

⁵⁶ www.gwg.admin.ch/d/dokumentationen/zahlen_und_fakten/index.php

ren.⁵⁷ Jene Bankangestellten suchten als eigenständige Unternehmer eine neue Herausforderung. Ihnen schien der Gang in die Selbständigkeit mehr Verantwortung zu bieten. **Unabhängige Vermögensverwalter** gehen davon aus, dass sie ihre Kompetenzen stärker nach eigenem Gutdünken entfalten können, wenn sie nicht (mehr) in die Abläufe und Strukturen einer Bank eingebunden sind. Ihnen sei es möglich, ihre Kunden selbst auszuwählen und nach eigenen Vorstellungen zu betreuen, wovon auch der Kunde profitieren würde.

Schätzungen zufolge werden in der Schweiz rund 500-600 Mrd. Franken von unabhängigen Vermögensverwaltern betreut bzw. verwaltet. Dabei gibt es ganz unterschiedliche Überlegungen, welche einen **Kunden** dazu bewegen können, erstens sein Vermögen nicht selbst zu verwalten und zweitens an Stelle einer Bank einen unabhängigen Vermögensverwalter zu beauftragen.⁵⁸ Kunden, die ihre Vermögenswerte der Verwaltung durch einen unabhängigen Vermögensverwalter anvertrauen, folgen beispielsweise ihrem Kundenbetreuer, wenn dieser die Bank verlässt und den Gang in die Selbständigkeit wagt. Vereinzelt kommt es auch vor, dass Kunden mit ihrer Betreuung bei einer Bank nicht mehr zufrieden sind, weil diese eventuell zu oft wechselt oder sie die Betreuung als zu wenig auf ihre individuelle Person und Situation zugeschnitten erachten.

Unabhängige Vermögensverwalter sind nicht nur Konkurrenten von **Banken**. Für eine Bank kann es aus wirtschaftlicher Sicht angesichts der geschätzten Höhe der durch unabhängige Vermögensverwalter verwalteten Vermögenswerte interessant sein, mit einem oder mehreren von ihnen eine Zusammenarbeit zu vereinbaren.⁵⁹ Werden nämlich die von einem unabhängigen Vermögensverwalter betreuten Vermögenswerte bei ihr auf einem Konto bzw. in einem Depot aufbewahrt, fallen zu Gunsten der Bank insbesondere Depotkommissionen und bei Transaktionen Courtagen an. Auch kann die Bank Skaleneffekte realisieren. Weiter kann sich bei der Bank auf Grund des Beizugs eines unabhängigen Vermögensverwalters durch den Kunden auch Personal-, Akquisitions-, Administrations- und Betreuungsaufwand reduzieren oder gar entfallen (persönliche Treffen, Beratung, Aufklärung etc.). Bei einzelnen Banken werden bis zu 20% der bei ihr hinterlegten Vermögenswerte von unabhängigen Vermögensverwaltern betreut.

Unabhängige Vermögensverwalter beschäftigen im Durchschnitt vier oder weniger Mitarbeitende. Ein grosser Teil von ihnen konstituierte sich gegen Ende der 90er Jahre. Sie unterstehen im Gegensatz zu Banken und Effektenhändlern **keiner „prudentiellen“ Aufsicht** (womit sie weniger streng reguliert sind), es sei denn, sie verwalten schweizerische Kollektivanlagen.⁶⁰ Eine anerkannte Selbstregulierungsorganisation

⁵⁷ Vgl. Bassi, 10 f., sowie Borer-Benz, 118 f.

⁵⁸ Zu letzterem Bassi, 10 f., sowie Bühler, 105 ff., 143 f. und 155 ff.

⁵⁹ Vgl. Bühler, 136 ff.

⁶⁰ Gemäss der vom Bundesrat eingesetzten Expertenkommission Zimmerli in ihrem I. Teilbericht „Integrierte Finanzmarktaufsicht“ vom Juli 2003 handelt es sich beim Begriff „prudentielle Aufsicht“ um einen „[...] Sammelbegriff für das Instrumentarium in einem Aufsichtssystem, das die Solvenz der beaufsichtigten Institute sowie die Stabilität des Finanzsystems gewährleisten soll. Die umfassende Aufsicht beruht dabei auf den Pfeilern einer Bewilligungspflicht einer bestimmten Tätigkeit und der laufenden Überwachung der

bzw. die Kst GwG wacht jedoch darüber, ob die Pflichten gemäss Geldwäschereigesetz eingehalten werden.⁶¹ Zusammengefasst betreuen unabhängige Vermögensverwalter fremde, bei einer Bank oder einem Effektenhändler verwahrte Vermögenswerte eines Kunden oder einer Kundin gestützt auf eine Vermögensverwaltungsvollmacht.⁶² Daraus ergeben sich mehrere, unterschiedliche Beziehungen:

6.2 Beziehungen untereinander

Aus Sicht des Kunden bildet Ausgangspunkt wie erwähnt der Wunsch, das eigene Vermögen professionell verwalten zu lassen, jedoch nicht durch eine Bank, sondern durch einen unabhängigen Vermögensverwalter. Zu diesem Zweck geht der **Kunde** eine Vertragsbeziehung mit dem von ihm ausgewählten unabhängigen Vermögensverwalter ein: Er schliesst mit ihm einen Vermögensverwaltungsvertrag und stellt eine entsprechende Vollmacht aus, mit welcher der Vermögensverwalter Dritten gegenüber auftritt. Der Vermögensverwalter als Beauftragter ist dabei unter anderem verpflichtet, auf Verlangen jederzeit über die eigene Geschäftsführung Rechenschaft abzulegen und alles, was ihm infolge derselben zugekommen ist, zu erstatten. Teilweise beauftragt der Kunde den Vermögensverwalter darüber hinaus mit der Beratung in anderen finanziellen Angelegenheiten als der eigentlichen Vermögensanlage, beispielsweise betreffend Steuern, Versicherungen oder Nachlassplanung.

Der beauftragte **unabhängige Vermögensverwalter** kann die Vermögenswerte des Kunden – abgesehen von den aus dem GwG fliessenden Pflichten – bewilligungsfrei betreuen, indem er gestützt auf die ihm vom Kunden eingeräumte Vollmacht Anlageentscheide trifft. Er verwaltet das Vermögen des Kunden damit „wirtschaftlich“, d.h. er erbringt die ersten beiden Elemente der Anlagewertschöpfungskette (vgl. Kapitel 4 einleitend). Umgekehrt ist die Verwahrung und somit die „technische“ Verwaltung von Vermögenswerten bewilligten Instituten vorbehalten. Der Kunde muss daher zusätzlich mit einer Bank, die zugleich Effektenhändlerin ist, oder einem Effektenhändler eine vertragliche Depotbeziehung eingehen sowie – zwecks geldmässiger Abwicklung der verschiedenen Transaktionen – eine Kontobeziehung. Von der Bank als Depotstelle be-

Bewilligungsvoraussetzungen und weiteren regulierten Sachverhalten“ (S. 20; abrufbar unter www.efd.admin.ch).

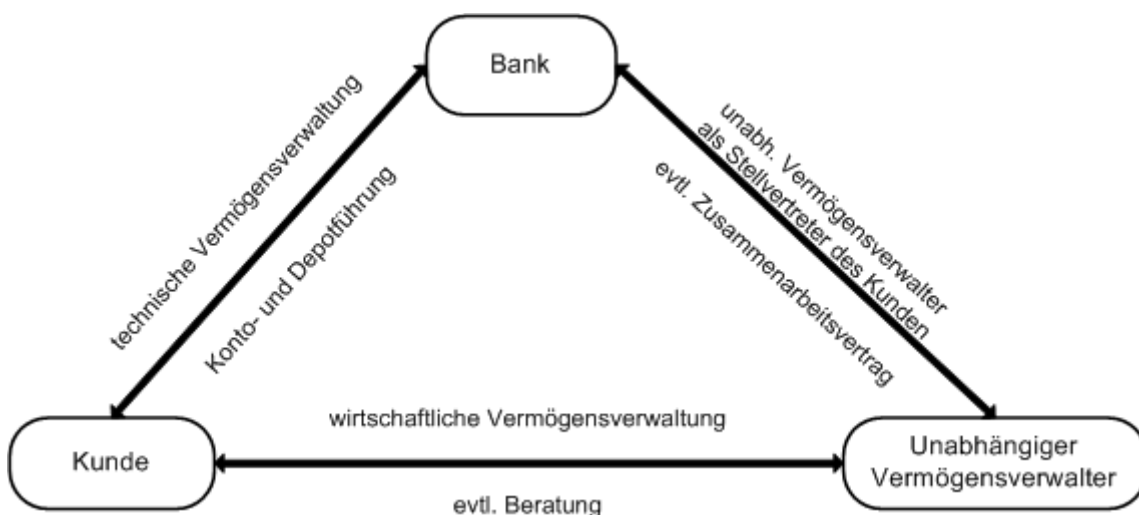
⁶¹ Gründe für und gegen eine weitergehende (prudentielle) Aufsicht sind im III. Teilbericht „Erweiterung der prudentiellen Aufsicht“ vom Februar 2005 der Expertenkommission Zimmerli festgehalten (abrufbar unter www.efd.admin.ch). Vgl. auch Bassi, 17 ff., 67 ff. und 134 ff.

⁶² Vereinzelt kommt es auch vor, dass Kunden ihre Vermögenswerte selbst verwalten, sich hierzu jedoch von einem unabhängigen Vermögensverwalter beraten lassen wollen. Der Externe verwaltet dann nicht, sondern berät lediglich (vgl. Abschnitt 4.1.2); die Bank ist auch hier Depotstelle und Broker. Dabei räumt der Kunde dem Externen mittels Vollmacht teilweise ein Recht auf Auskunft (Einsicht in Depot) gegenüber der Bank ein, damit jener seiner Beratungsaufgabe besser nachkommen kann. Zudem gibt es von Banken unabhängige Einzelpersonen und Unternehmen, welche Banken regelmässig Neukunden samt Neugeld zuführen. Sie werden etwa als „Beibringer“ oder „Vermittler“ bezeichnet. Die folgenden Ausführungen lassen diese besonderen Erscheinungen beiseite und befassen sich lediglich mit den erwähnten unabhängigen Vermögensverwaltern im engeren Sinne.

zieht der Kunde daher das dritte und vierte Element der Wertschöpfungskette (vgl. Kapitel 4 einleitend).

Gegenüber der **Bank** tritt gestützt auf die der Bank kundgetane Vollmacht des Kunden der unabhängige Vermögensverwalter auf. Er vertritt dabei den Kunden und dessen Interessen. Da unabhängige Vermögensverwalter fremde Vermögenswerte von Berufs wegen verwalten, ist es häufig so, dass weitere Kunden desselben Vermögensverwalters bei der betroffenen Bank Konten und Depots führen. Solchenfalls überlegen sich oft sowohl die Bank als auch der unabhängige Vermögensverwalter, ob sie einen Rahmenvertrag abschliessen wollen, der sich über einzelne Aspekte der Zusammenarbeit im Dreiecksverhältnis Kunde-unabhängiger Vermögensverwalter-Bank ausspricht (siehe sogleich).

Vereinfacht kann dieses Dreiecksverhältnis wie folgt dargestellt werden:



6.3 Überlegungen und Praxis der Banken und Effektenhändler

Lässt ein Depotkunde der Bank seine Vermögenswerte (neu) von einem unabhängigen Vermögensverwalter verwalten, kann dies für die Bank gewisse **rechtliche als auch reputationelle Risiken** bergen.⁶³ Diese Risiken verstärken sich möglicherweise noch, falls der unabhängige Vermögensverwalter früher für die Bank tätig war und die Bank nun nicht für eine genügende Abgrenzung achtet.⁶⁴ Erwachsen der Bank derartige Risiken, müssen sie von der Bank erfasst, begrenzt und überwacht werden. Banken wenden hierzu teils zentrale Risikomanagement-Systeme an, teils dezentrale, teils eine Kombination. Häufig existieren bankinterne Weisungen über den Prozess der Beziehungseröffnung, wobei insbesondere geprüft wird, ob dem unabhängigen Vermögensverwalter ausreichende Fachkompetenz zukommt und ob er sich einer anerkannten

⁶³ Vgl. Bretton-Chevallier, 211 ff., Bühner, 140 ff., sowie Crespi-Hohl, 22 ff.

⁶⁴ Es besteht in diesem Fall die Pflicht der Bank, Irreführungen von Kunden auszuschliessen und insbesondere dafür zu sorgen, dass ehemalige Angestellte ihre neue Geschäftstätigkeit und die damit verbundenen Kundengespräche ausserhalb der Bank abwickeln (EBK-Bulletin 14 S. 8 f.).



Selbstregulierungsorganisation angeschlossen oder direkt von der Kst GwG eine Bewilligung erhalten hat.

Banken regeln ihre Beziehung zu einem unabhängigen Vermögensverwalter oft vertraglich. Zu einer **vertraglichen Regelung** verwenden Banken meist einen schriftlichen Standardvertrag. Diese Verträge unterscheiden sich von Bank zu Bank ganz erheblich, sowohl im Umfang als auch in der Tiefe. Während einzelne Banken nur wenige Punkte auf einer Seite geregelt haben wollen, verwenden andere Banken Verträge von über zehn Seiten. Banken verlangen in diesen Verträgen etwa die Einhaltung der Verhaltensregeln für Effekthändler (vgl. Abschnitt 7.3.2) durch den unabhängigen Vermögensverwalter sowie generell dessen Kenntnis relevanter Vorschriften wie insbesondere der Geldwäschereigesetzgebung. Auch enthalten einzelne Verträge die Pflicht zur Risikoaufklärung und -information des Kunden betreffend Anlagestrategie und eingesetzte Finanzinstrumente durch den unabhängigen Vermögensverwalter. Letzterer ist zudem oft gehalten, gegenüber dem Kunden auf seine Unabhängigkeit hinzuweisen. Teilweise wird gleichzeitig von der Bank verlangt, dass der unabhängige Vermögensverwalter seine Kundschaft über die Zusammenarbeit mit der Bank informiert. Weiter werden vereinzelt beispielsweise Fragen der Postzustellung, der Telefonaufzeichnung, der Auftragsabwicklung (Globalaufträge, Direktaufträge u.a.), des Zugangs des unabhängigen Vermögensverwalters zu Studien- und Analyseergebnissen der Bank, der Vertraulichkeit, des Umgangs mit nachrichtenlosen Vermögenswerten sowie von Auskunfts- und Einsichtsrechten der Bank gegenüber dem unabhängigen Vermögensverwalter geregelt.⁶⁵

Im Rahmen einer vertraglichen Zusammenarbeit entrichten Banken den unabhängigen Vermögensverwaltern häufig **Vergütungen**. Diese können für die Zuführung von Neukunden bzw. von Neugeldern einmalig (nach einer gewissen Zeit⁶⁶) oder wiederkehrend (z.B. jährlich) erfolgen. Üblich sind 0,1% bis 0,5% der entsprechenden Gelder. Je nach Anzahl der Kunden sowie Höhe der bei der Bank verwalteten Vermögenswerte wird ein unabhängiger Vermögensverwalter als Grosskunde bzw. als Grossist angesehen und es werden ihm bzw. seinen Kunden zudem Mengenrabatte in Form reduzierter Gebührensätze zuteil. Schliesslich kann der unabhängige Vermögensverwalter der Bank wie erwähnt auch Aufwand abnehmen, der ansonsten von der Bank geleistet würde. Gegebenenfalls werden unabhängige Vermögensverwalter dafür von den Banken zum Teil entschädigt, indem ihnen ein Anteil einzelner Erträge der Bank weitergeleitet wird, z.B. aus der Depotkommission, aus Wertschriftentransaktionen oder aus Hypothekarzinsen. Bei Wertschriftentransaktionen werden etwa zwischen 20% und 50% der Einnahmen der Bank an den unabhängigen Vermögensverwalter weitergeleitet. Um dem unabhängigen Vermögensverwalter die bankeigenen Produkte vorzustellen, erhalten diese darüber hinaus entsprechendes Werbematerial. Unabhängigen Vermögensverwaltern

⁶⁵ Da Banken die Identifikation des Kunden und die Feststellung der wirtschaftlichen Berechtigung an den Vermögenswerten im Depot oder auf dem Konto delegieren dürfen, bietet sich darüber hinaus an, von dieser Möglichkeit Gebrauch zu machen und hiermit den unabhängigen Vermögensverwalter zu beauftragen, da ja der Bankkunde zugleich Kunde des unabhängigen Vermögensverwalters ist. Solchenfalls ist eine vertragliche Regelung zwingend und die Bank muss kontrollieren, ob die genannten geldwäschereirechtlichen Sorgfaltspflichten richtig durchgeführt wurden.

⁶⁶ Die Zeitspanne kann wenige Monate oder gar zwei bis drei Jahre betragen.

werden auch Studien- und Analyseergebnisse überlassen und es wird ihnen teilweise Zugang zu Steuer- und rechtlichen Beratungen gewährt.⁶⁷

Textbox Nr. 15: Interessenkonflikte im Geschäftsmodell der unabhängigen Vermögensverwalter

Gemäss Aussagen der unabhängigen Vermögensverwalter stellt deren Geschäftsmodell die persönliche Beziehung zwischen Kunde und Betreuer in den Vordergrund. Auf der Basis einer langjährigen Beziehung fokussiere der Kunde den langfristigen Anlageerfolg und sei dafür bereit, kurzfristig unbefriedigende Entwicklungen zu akzeptieren. Ein unabhängiger Vermögensverwalter könnte daher geneigt sein, aufgrund der kurzfristig fehlenden Überwachung seitens des Kunden suboptimal zu arbeiten und darauf zu vertrauen, dass der Kunde trotz schlechter Zahlen die Erklärungen des Vermögensverwalters nicht hinterfragt. Erhält der unabhängige Vermögensverwalter zudem von der konto- und depotführenden Bank seines Kunden transaktionsbezogene Vergütungen, besteht abstrakt gesehen die Gefahr, dass er versucht sein könnte, seinen eigenen Ertrag zu Lasten des Kunden zu erhöhen, indem er mehr Transaktionen in Auftrag gibt, als zur Verfolgung der Anlagestrategie nötig wären.⁶⁸

Fraglich ist, inwieweit dieser theoretische Interessenkonflikt von praktischer Relevanz ist. Ein unabhängiger Vermögensverwalter hat aufgrund seiner Marktposition heute nur wenige Möglichkeiten, sein Geschäft zu erweitern. Umso mehr müsste er daran interessiert sein, seine bestehenden Kunden optimal zu betreuen, um sie auch langfristig zu behalten. Letzten Endes obliegt es dem Kunden, die ihm vorgelegten Informationen angemessen zu beurteilen und gegebenenfalls zu hinterfragen. Um dies dem Kunden zu ermöglichen, muss er entsprechend informiert werden. Dazu zählen Berichtspflichten des unabhängigen Vermögensverwalters gegenüber dem Kunden und das Recht des Kunden, zusätzliche Auskünfte zu verlangen.

Das Gesetz sieht wie erwähnt beides vor, indem es eine Rechenschaftspflicht des unabhängigen Vermögensverwalters statuiert. Diese wird in den einzelnen Kundenverträgen konkretisiert. Die Praxis zeigt, dass das Berichtswesen der unabhängigen Vermögensverwalter heute mit demjenigen grosser Anbieter durchaus vergleichbar ist. Dazu kommen Massnahmen, die von den Banken getroffen werden: In ihren Zusammenarbeitsverträgen mit unabhängigen Vermögensverwaltern verlangen die Banken häufig, dass jene ihre Kunden über das *Bestehen* von Retrozessionen und anderen Entschädigungsformen im Vermögensverwaltungsvertrag informieren und von den Kunden einen rechtsgültigen Verzicht einholen, soweit der unabhängige Vermögensverwalter ablieferungspflichtige Vergütungen (wie Retrozessionen) behalten will.⁶⁹ Zudem legen Banken

⁶⁷ Detailliert zu den „Erfolgsfaktoren im Geschäft mit unabhängigen Vermögensverwaltern“ aus Bankensicht Bührer, 144 ff.

⁶⁸ Vgl. Bretton-Chevallier, 145 ff., sowie Bührer, 58 ff. Unter „Churning“ („Spesenschinderei“) versteht man das exzessive Ausführen von Transaktionen zur Generierung von Courtagen (vgl. EBK-Jahresbericht 2007 S. 87). Verdient ein Anbieter an jeder Transaktion, so führt er unter Umständen mehr Transaktionen aus, als zur Verfolgung der Anlagestrategie nötig wären. Er selber profitiert dann von den zusätzlich eingenommenen Courtagen.

⁶⁹ Je nach Vergütung ist diese bei Banken auch auf den Abrechnungen ersichtlich, die der Kunde von der Bank erhält.



die Vornahme von Retrozessionszahlungen und die damit verbundenen Risiken dem Kunden im Vollmachtsformular offen, mit welchem jener den unabhängigen Vermögensverwalter gegenüber der Bank bevollmächtigt. Gewisse Banken lassen sich so dann von Zeit zu Zeit belegen, dass der unabhängige Vermögensverwalter seinen diesbezüglichen Pflichten gegenüber den Kunden auch tatsächlich nachkommt. Viele Banken bedingen sich in den Zusammenarbeitsverträgen mit dem unabhängigen Vermögensverwalter weiter das Recht aus, selber die Kunden über die Höhe der *konkret geleisteten* Vergütungen zu informieren. In der Folge lassen sich die Banken von unterschiedlichen Überlegungen leiten: Während die einen den Standpunkt einnehmen, nur in Ausnahmefällen in die vom Kunden gewählte Verteilung der Verantwortlichkeiten sowie das Vertrauensverhältnis zwischen Kunde und unabhängigem Vermögensverwalter eingreifen zu wollen, verfolgen andere die Politik, bei Kundenanfragen grundsätzlich Auskunft zu erteilen.⁷⁰

7 Rechtlicher Rahmen

7.1 Gegenstand

Nachfolgend wird ein Überblick über die verschiedenen rechtlichen Regelungen gegeben, ohne Auseinandersetzung mit einzelnen Lehrmeinungen. Im Vordergrund steht dabei angesichts der Aufgabe und Stellung der EBK als Aufsichtsbehörde über den Banken-, den Börsen- und Effektenhandels- sowie den Kollektivanlagenbereich das einschlägige Aufsichtsrecht inklusive Selbstregulierung (Abschnitt 7.3). Nicht behandelt wird der Vertrieb von Versicherungsprodukten. Zivilrechtliche Aspekte werden angesprochen, da zwischen Aufsichtsrecht und Zivilrecht im vorliegenden Zusammenhang enge Beziehungen bestehen (Abschnitt 7.2). Erwähnung findet marginal auch die Rechtslage in Deutschland und in der Europäischen Union, wird sie doch gerade im nationalen Schrifttum oft zum Vergleich bzw. zur Beeinflussung der Diskussion herangezogen (Abschnitte 7.4 und 7.5). Auf straf-, wettbewerbs- und weitere rechtliche Aspekte wird dagegen nicht eingegangen.

7.2 Zivilrecht

Auf Vermögensverwaltungs- und Beratungsverträge (vgl. Abschnitt 4.1) ist regelmässig Auftragsrecht anwendbar. Bei „Execution Only“-Beziehungen ist jeweils im Einzelfall zu prüfen, ob diese auf Grund einer Verweisung im Kommissionsrecht (Art. 425 Abs. 2 OR) ebenfalls dem Auftragsrecht unterliegen oder ob auf eine bestimmte Transaktion an Stelle des Auftrags- das Kaufrecht Anwendung findet. Vom Kaufrecht erfasst werden oft auch Transaktionen über Strukturierte Produkte. Bei Fondsanteilszeichnungen ist zudem das Sonderprivatrecht der Kollektivanlagengesetzgebung zu beachten (vgl. Abschnitt 7.3.1).

⁷⁰ Vgl. hierzu das Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 26. Juni 2007, in: Blätter für Zürcherische Rechtsprechung 2008 Nr. 35.



Im **Auftragsrecht** ist der Beauftragte, beispielsweise die Bank als Vermögensverwalterin, gemäss Art. 400 OR unter anderem verpflichtet, auf Verlangen jederzeit über die eigene Geschäftsführung Rechenschaft abzulegen und alles, was ihm bzw. ihr infolge derselben zugekommen ist, zu erstatten.

Zu dieser Bestimmung hat sich das Bundesgericht in seinem Urteil vom März 2006 mit Blick auf einen Vermögensverwaltungsauftrag u.a. wie folgt geäussert:⁷¹

- Erstattungs- bzw. ablieferungspflichtig ist ein Vermögensverwalter hinsichtlich Vergütungen, die ihm ausgerichtet werden, „weil er im Rahmen des Auftrags bestimmte Verwaltungshandlungen vornimmt oder veranlasst; sie fallen im Zusammenhang mit der Verwaltung des Vermögens an [...]“. Eine Ablieferung solcher Vergütungen sei gerechtfertigt, weil dem Beauftragten andernfalls „im Ergebnis ein – zusätzliches – Entgelt für seine Tätigkeit“ als Vermögensverwalter zukäme bzw. „im Ergebnis die Entschädigung des Vermögensverwalters für seine Tätigkeit [als Vermögensverwalter für den Beauftragten] erhöht“ würde.
- Besteht eine Ablieferungspflicht, so kann der Kunde des Vermögensverwalters als Auftraggeber „auf die Ablieferung bestimmter, auch künftig anfallender Werte“ verzichten. Verlangt ist dabei, dass der Auftraggeber über zu erwartende (ablieferungspflichtige) Vergütungen „vollständig und wahrheitsgetreu informiert“ wird und „dass sein Wille, auf deren Ablieferung zu verzichten, aus der Vereinbarung entsprechend klar hervorgehen muss“.
- Von vorneherein keine Ablieferungspflicht besteht für Vergütungen, die der Beauftragte „lediglich bei Gelegenheit der Auftragsausführung, ohne inneren Zusammenhang mit dem ihm erteilten Auftrag, von Dritten erhält“. Dies gilt für sämtliche Vergütungen, die *nicht* „im Rahmen der Vermögensverwaltung“ anfallen. Angesichts der Ausführungen zur Ablieferungspflicht kann sich der Beauftragte demnach auch für Leistungen gegenüber einem Dritten entschädigen lassen, soweit er für diese Leistungen nicht bereits von seinem Kunden entschädigt wird (und sie ihm auch nicht schuldet). Denn dadurch wird die Entschädigung des Beauftragten *als Vermögensverwalter* nicht erhöht. Vielmehr würde er auf der einen Seite vom Kunden für seine Dienste als Vermögensverwalter ihm gegenüber entschädigt und auf der anderen Seite von einem Dritten für andere Leistungen dem Dritten gegenüber (z.B. gestützt auf Art. 394 Abs. 3 OR auf Grund eines weiteren, evtl. zeitlich vorgelagerten Auftrags). Solchenfalls bleibt der Grundsatz gewahrt, dass ein Beauftragter „durch den [jeweiligen] Auftrag – abgesehen von einem allfälligen Honorar [seitens des Auftraggebers] – weder gewinnen noch verlieren“ solle.⁷²

Die genaue Tragweite des bundesgerichtlichen Urteils ist unter Juristinnen und Juristen **weitgehend umstritten**. Einigkeit besteht soweit ersichtlich einzig hinsichtlich der Aussage des Bundesgerichts, es könne „nicht als üblich unterstellt werden, dass ein Auf-

⁷¹ BGE 132 III 460 Erw. 4 und 5.

⁷² Im übrigen ist die Frage der Ablieferungspflicht unabhängig von anderen auftragsrechtlichen Pflichten wie insbesondere Sorgfalts- und Treuepflichten sowie der Möglichkeit von Interessenkonflikten (vgl. Urteil 4C.125/2002 des Bundesgerichts vom 27. September 2002, Erw. 3).

traggeber unbesehen auf Rechenschaft verzichte“. Auch fand der Entscheid im Ergebnis für den konkreten Fall Zustimmung. Uneinigkeit herrscht jedoch zunächst dahingehend, welche weiteren Fälle im Rahmen des Vertriebs von Finanzprodukten von den höchststrichterlichen Erwägungen erfasst sind. Entsprechend wird darüber debattiert, welche Vergütungen für welche Leistungen ablieferungspflichtig seien und welche nicht.⁷³ Weiter herrschen unterschiedliche Auffassungen über die Behandlung von konzerninternen Transferzahlungen.⁷⁴ Nebst dem Kreis der ablieferungspflichtigen Vergütungen werden in der Lehre auch die Anforderungen an einen Verzicht auf Ablieferung sowie Rechenschaft unterschiedlich gesehen.⁷⁵ Schliesslich bildet die Frage allfälliger Pflichten der Banken gegenüber den Kunden bei Einschaltung eines unabhängigen Vermögensverwalters ebenfalls Gegenstand der Diskussion.⁷⁶

Die EBK will in diesen Lehrstreit zu zivilrechtlichen Auslegungsfragen nicht eingreifen. Sie erlaubt sich aber den Hinweis, dass in den betreffenden Publikationen nur selten auf die **Konsequenzen** der einzelnen Standpunkte eingegangen wird: Zeichnet etwa ein Kunde bei einer Bank Fondsanteile und müsste ihm die Bank Vergütungen abliefern, welche ihr von einer Fondsleitung für eigenständige Vertriebsleistungen entrichtet werden, so bekäme der Kunde die Fondsanteile im Ergebnis billiger, als wenn er sie bei der Fondsleitung direkt zeichnete. Am günstigsten wären die Fondsanteile bei den beiden Grossbanken erhältlich, da jene auf Grund ihrer Aggregierungskraft tendenziell höhere Sätze für Vertriebsvergütungen aushandeln können als kleinere Banken. Kunden hätten daher ein Interesse, deswegen zu einer der beiden Grossbanken zu wechseln, was zu einem aus Sicht der EBK unzulässigen Wettbewerbsnachteil der übrigen Banken führen würde. Banken würden in der Folge wohl auch auf den Einkauf von Drittfonds (und den damit verbundenen Aufwand) verzichten und ihren Kunden nur noch eigene Produkte anbieten. Dies wäre das Ende der „offenen Architektur“ (vgl. Abschnitt 4.3.2 Bst. c)). Andernfalls stellte sich die Frage, wer ansonsten die Kosten des entsprechenden Aufwands tragen soll.⁷⁷

In rechtlicher Hinsicht ist für den Fondsbereich auf das Sonderprivatrecht der Kollektiv-anlagengesetzgebung hinzuweisen. Dieses geht davon aus, dass Vertriebskosten anfallen und dem Fondsvermögen belastet werden dürfen. Auch ist es zulässig, den Vertrieb ganz oder teilweise auszulagern (vgl. Abschnitte 7.3.1 und 8.4). Wer im übrigen eine weite Interpretation der Ablieferungspflicht gegenüber Kunden befürwortet, muss dies auch gegenüber anderen Auftraggebern tun. Dies hätte zur Folge, dass eine Bank auf der einen Seite ihr Auftragshonorar für ihre Vertriebsleistung den Kunden abliefern müsste und auf der anderen Seite das von Kundenseite erlangte Honorar bspw. an eine externe Fondsleitung abzugeben hätte (denn auch mit jener besteht regelmässig ein Auftrag). Damit würde die Bank sowohl gegenüber Kunden als auch gegenüber der Fondsleitung Leistungen erbringen, bekäme hierfür aber im Ergebnis überhaupt kein Entgelt. Problematisch scheint auch zu befürworten, dass sich Banken allein von Kun-

⁷³ Vgl. z.B. Abegglen 2007a; Emmenegger 2007; Nobel/Stirnimann; Roth. Hinzuweisen ist auch auf das Zirkular 22/06 der SFA vom 5. Dezember 2006.

⁷⁴ Vgl. z.B. Emmenegger 2007; Hsu; Nobel/Stirnimann; Wohlmann.

⁷⁵ Vgl. z.B. Abegglen 2007b; Hsu; Lombardini/Macaluso; Roth.

⁷⁶ Fn. 73.

⁷⁷ Vgl. Fn. 116.



den entschädigen lassen sollen, wenn eine Bank in einzelnen Fällen gerade Leistungen erbringt, von denen der Kunde keinen bzw. nur einen marginalen Vorteil hat, z.B. wenn die Bank eine Vertriebsplattform für Drittfonds betreibt und unterhält.

Verschiedene Banken haben auf das Urteil des Bundesgerichts **reagiert** und ihre Vertragswerke sowohl gegenüber Kunden als auch gegenüber unabhängigen Vermögensverwaltern angepasst. Mit Blick auf die *Kunden* zeigt sich hinsichtlich der von Banken erhaltenen Vergütungen grob gesehen folgendes Bild:

- In der Regel werden Kunden in Allgemeinen Geschäftsbedingungen und weiteren Verträgen (insb. dem Vermögensverwaltungsvertrag) darauf hingewiesen, dass die Bank Vergütungen erhalten kann.
- Einzelne Banken machen in diesen Verträgen darauf aufmerksam, dass sich daraus Interessenkonflikte ergeben können, welchen bei der Wahrung der Kundeninteressen Rechnung getragen wird.
- Über die Höhe solcher Vergütungen unterrichten einzelne Banken ihre Kunden mittels separater Merkblätter, die teilweise auch im Internet publiziert werden. Daraus ergeben sich meist die Berechnungsgrundlagen und es werden Bandbreiten sowie evtl. Erklärungen zu einzelnen Klassen bzw. Kategorien von Finanzprodukten angegeben. Andere Banken wiederum sehen die Möglichkeit vor, auf Anfrage zusätzliche Informationen zu erhalten.
- In der Regel hat der Kunde auf die Ablieferung der Vergütungen und auf Rechenschaft zu verzichten, soweit die Vergütungen überhaupt ablieferungspflichtig sind.

Betreffend *unabhängige Vermögensverwalter* kann auf die Ausführungen am Ende des letzten Kapitels verwiesen werden (vgl. Textbox im Abschnitt 6.3).

7.3 Aufsichtsrecht und Selbstregulierung

Im Bankengesetz sind Verhaltensregeln explizit einzig hinsichtlich bestimmter Verpfändungsverträge vorgesehen. Die EBK hat zudem in ihrer Praxis aus dem Erfordernis der Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit insbesondere eine Treue- und eine Informationspflicht abgeleitet. Dagegen finden sich im Börsen- und im Kollektivanlagengesetz ausdrücklich einzelne Verhaltensregeln, die teilweise durch Selbstregulierungen – auch betreffend Vertrieb – konkretisiert werden.⁷⁸

⁷⁸ Die meisten nachfolgend zitierten Regulierungen und Selbstregulierungen finden sich in der Textsammlung von Thévenoz/Zulauf. Verhaltensregeln sind auch in *anderen Bereichen* vorgesehen. Beispielsweise statuieren Art. 3 und 22 des Bundesgesetzes über Arzneimittel und Medizinalprodukte vom 15. Dezember 2000 (Heilmittelgesetz; HMG) eine Sorgfaltspflicht im Umgang mit Heilmitteln allgemein und speziell bei der Ausfuhr. Ärzte und Apotheker, die Arzneimittel verschreiben oder abgeben, dürfen gemäss Art. 33 Abs. 2 HMG „für die Verschreibung oder die Abgabe von Arzneimitteln“ grundsätzlich „geldwerte Vorteile weder fordern noch annehmen“. Ausnahmen finden sich in Abs. 3; solchenfalls besteht indes eine Ablieferungspflicht (vgl. Art. 56 Abs. 3 und 4 des Bundesgesetzes über die Krankenversicherung vom 18. März



7.3.1 Kollektivanlagengesetz und Selbstregulierung

Die detailliertesten Regeln finden sich im KAG, dem jüngsten Aufsichtsgesetz, und der zugehörigen Verordnung. Die Bewilligungsträger und ihre Beauftragten müssen gemäss Art. 20 KAG unabhängig handeln und ausschliesslich die Interessen der Anlegerinnen und Anleger wahren (Treuepflicht).⁷⁹ Zur Informationspflicht gehört es, sämtliche Kosten offen zu legen, die bei der Verwaltung einer Kollektivanlage anfallen, insbesondere anhand der Kennziffer „Total Expense Ratio (TER)“.⁸⁰ Die Bewilligungsträger und ihre Beauftragten dürfen zudem im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Veräusserung von Sachen und Rechten für sich wie für Dritte nur jene Vergütungen entgegennehmen, die in den entsprechenden Dokumenten (z.B. im Fondsvertrag) vorgesehen sind. „Retrozessionen und andere Vermögensvorteile“ sind der jeweiligen Kollektivanlage gutzuschreiben. Die Bewilligungsträger haben weiter mit Blick auf den Vertrieb die notwendigen Vorkehrungen zu treffen, um eine seriöse Akquisition und objektive Beratung der Kundinnen und Kunden zu gewährleisten.

Bei Anlagefonds hat der **Produzent** im Fondsvertrag namentlich Angaben zu Ausgabe- und Rücknahmekommissionen sowie Verwaltungskommissionen zu machen (vgl. Abschnitt 5.2.1). Vergütungen aus Ausgabe- und Rücknahmekommissionen müssen nach objektiven Kriterien gestaffelt werden und sind im Teil des Kollektivanlagevertrags bildenden Prospekt offen zu legen (sowie im einfachen Prospekt). Gestützt hierauf erfolgt die Zeichnung des Anlegers. Ebenso im Prospekt und im vereinfachten Prospekt offen zu legen ist die beabsichtigte Verwendung der Verwaltungskommission für die Bestandteile Leitung, Verwaltung („Asset Management“) und Vertrieb. Die von der EBK als Mindeststandard anerkannte Richtlinie der SFA für Transparenz bei Verwaltungskommissionen von 2005 hält fest, an welche Vertriebspartner Bestandespflegekommissionen aus dem Bestandteil Vertrieb gewährt werden dürfen und dass dies im Prospekt anzugeben ist. Gleiches gilt für Rückvergütungen an gewisse institutionelle Anleger. Weiter sieht die Richtlinie bei Publikumsfonds vor, dass die Fondsleitung im Prospekt die beabsichtigte Verwendung und die Höhe der Verwaltungskommission aufgeschlüsselt nach den Bestandteilen Leitung, Verwaltung und Vertrieb offen zu legen habe. Diese Bestimmung hinsichtlich der quantitativen Aufschlüsselung der Verwaltungskommissionen ist jedoch bis anhin noch nicht umgesetzt. Die Inkraftsetzung der Bestimmung wurde auf Wunsch der SFA suspendiert, da sie den grenzüberschreitenden Vertrieb von

1994 [KVG]). Selbständige Ärzte und Apotheker haben zudem gemäss Art. 40 Bst. e des Bundesgesetzes über die universitären Medizinalberufe vom 23. Juni 2006 (Medizinalberufegesetz; MedBG) „bei der Zusammenarbeit mit Angehörigen anderer Gesundheitsberufe ausschliesslich die Interessen der Patientinnen und Patienten“ zu wahren und „unabhängig von finanziellen Vorteilen“ zu handeln.

⁷⁹ Gemäss den von der EBK als Mindeststandard anerkannten Verhaltensregeln der SFA für die schweizerische Fondswirtschaft von 2000 haben Fondsleitungen insbesondere auf finanzielle Anreize zu Verhaltensweisen zu verzichten, welche dem Interesse der Anleger schaden könnten (z.B. Bonuszahlungen, die sich nach dem Volumen der getätigten Börsentransaktionen richten).

⁸⁰ Vgl. hierzu die von der EBK als Mindeststandards anerkannten Richtlinien der SFA für Transparenz bei Verwaltungskommissionen von 2005, zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen von 2008 sowie zur Berechnung und Offenlegung der TER und der PTR von kollektiven Kapitalanlagen von 2008.



Anlagefonds in Europa behinderte und damit verbunden zu einem Wettbewerbsnachteil führte.

Auf Stufe **Vertrieb** verpflichten die von der EBK als Mindeststandard anerkannten Verhaltensregeln der SFA für die schweizerische Fondswirtschaft von 2000 die Fondsleitungen, gegenüber Vertriebsträgern nur Vergütungssysteme anzuwenden, welche eine einwandfreie Kundenberatung und die Pflege langfristiger Beziehungen fördern. Die Vertriebsträger selbst haben gemäss den von der EBK ebenfalls als Mindeststandard anerkannten Richtlinien der SFA für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen von 2008 auf aggressive Vertriebspraktiken jeder Art zu verzichten. Ein Vertriebsträger soll ausschliesslich die Interessen der Anleger wahren und die Anleger objektiv unter anderem über die Kosten der angebotenen Anlagefonds informieren. Auch ist ihm nicht gestattet, Empfehlungen abzugeben, die Anleger beispielsweise zu einer unverhältnismässig grossen Anzahl von Umschichtungen im Wertschriftendepot veranlassen würden.

7.3.2 Börsengesetz und Selbstregulierung

Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten sind auch in Art. 11 BEHG vorgesehen. Erstere verlangen vor allem, dass Effektenhändler auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hinweisen. Zur Erfüllung der Sorgfaltspflicht ist insbesondere sicherzustellen, dass die Kundenaufträge bestmöglich erfüllt werden und diese die Abwicklung der Geschäfte nachvollziehen können. Auf Grund der Treuepflicht haben Effektenhändler Vorkehrungen zu treffen, damit ihre Kunden durch allfällige Interessenkonflikte nicht benachteiligt und die Interessen der Kunden entsprechend gewahrt werden. Dabei sind die Geschäftserfahrung und die fachlichen Kenntnisse der Kunden jeweils zu berücksichtigen. Konkretisiert werden die gesetzlichen Vorgaben durch die Verhaltensregeln der SBVg für Effektenhändler von 1997, welche von der EBK als Mindeststandard anerkannt wurden. Im Rahmen der Treuepflicht sehen die Regeln der SBVg eine Kaskadenordnung zur Behandlung von Interessenkonfliktsituationen vor. In erster Linie haben Effektenhändler zweckdienliche **organisatorische Massnahmen** zu treffen, um Interessenkonflikte gänzlich zu vermeiden, z.B. durch Funktionentrennungen oder die Begrenzung von Informationsflüssen. Im Zusammenhang mit Vertriebsvergütungen ist es teilweise vorgesehen, dass diese für die Leistungsbeurteilung einzelner Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter nicht zählen (so z.T. im Portfoliomanagement und im Produkteinkauf; vgl. Abschnitt 4.3.2 Bst. a) und c)) oder, soweit sie relevant sind, dass die Betroffenen die Höhe oder den Verteilschlüssel vor bzw. während einer Transaktion nicht kennen und auch nicht in Erfahrung bringen können (so z.T. in der Kundenberatung; vgl. Abschnitt 4.3.1 Bst. a)).

Scheiden organisatorische Massnahmen aus, ist eine Benachteiligung der Kunden durch **Verhaltensanweisungen** auszuschliessen.⁸¹ Lässt sich auch dadurch eine Benachteiligung von Kundeninteressen in Interessenkonfliktsituationen ausnahmsweise nicht vermeiden, muss der Effektenhändler dies dem Kunden in geeigneter Form offen legen. Er darf erst dann tätig werden, wenn der Kunde seine Zustimmung zum Tätigwerden des Effektenhändlers trotz des bestehenden Interessenkonflikts gegeben hat. An Verhaltensanweisungen sehen die Richtlinien vor, dass Kunden fair und gleich zu

⁸¹ Die aufgeführten Verhaltensanweisungen gelten indes nicht nur subsidiär, sondern sind stets zu befolgen.



behandeln sind und dass einzelne Verhaltensweisen („Front Running“ und Kursschnitte) verboten sind. Weitere Regelungen finden sich neuerdings auch im EBK-Rundschreiben 08/1 Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel. Darin sind insbesondere sowohl organisatorische Vorgaben als auch verschiedene Verhaltensanweisungen in Konkretisierung des Gebots von Treu und Glauben festgehalten (Verbot von Kursschnitten, „Front / Parallel / After Running“ u.a.).⁸²

7.3.3 Selbstregulierung unabhängiger Vermögensverwalter

Der VSV ist der führende nationale Branchenverband der abgesehen vom GwG grundsätzlich keiner Aufsicht unterstellten unabhängigen Vermögensverwalter. Er hat in den 90er Jahren für seine Mitglieder Standesregeln zur Ausübung der Vermögensverwaltung erlassen. Diese sehen in den Ausführungsbestimmungen zu Art. 10 vor, dass ein schriftlicher Vermögensverwaltungsvertrag sich darüber aussprechen muss, wem Vergütungen zukommen, soweit ein Mitglied solche „im Zusammenhang mit der Verwaltung oder Anlage von Kundenvermögen“ erhält, und „ob dem Kunden darüber Aufschluss erteilt werden muss“.⁸³ Die Standesregeln des VSV befinden sich zur Zeit in Revision.

7.3.4 Recht der institutionellen Anleger

Anlagefonds sowie private Versicherungen und Vorsorgeeinrichtungen im Bereich der Sozialversicherung („Pensionskassen“) sind als institutionelle Anleger bedeutende Kunden der Banken. Gleichzeitig werden letztere selbst beaufsichtigt mittels Vorschriften namentlich zur finanziellen Ausstattung und Finanzierung.⁸⁴ Für Pensionskassen gelten zudem besondere Regelungen zu Interessenkonflikten und Vermögensvorteilen. So haben die mit der Anlage und Verwaltung von Vorsorgevermögen Betrauten offen zu legen, welche persönlichen Vermögensvorteile sie „im Zusammenhang mit der Ausübung ihrer Tätigkeit für die Vorsorgeeinrichtung“ entgegen genommen haben.⁸⁵ Zusätzliche Verhaltensregeln für die Verwaltung von Pensionskassen sollen im Rahmen der Strukturreform der beruflichen Vorsorge eingeführt werden, wie etwa, dass Pensionskassen-Verantwortliche bestimmte Vermögensvorteile zwingend an die Vorsorgeeinrichtung abzuliefern haben. Im Anschluss an das Bundesgerichtsurteil vom März 2006 verlangte das BSV von den Vorsorgeeinrichtungen, im Falle von seitens einer Bank ablieferungspflichtigen „Retrozessionen“ eine schriftliche Regelung mit der Bank zu treffen und, wenn überhaupt, nur nach erfolgter Rechenschaftsablage auf die Ablieferung derselben zu verzichten. Letzterenfalls müsse im Anhang zur Jahresrechnung über deren Höhe informiert werden.⁸⁶

⁸² Zu „Spesenschinderei“ bzw. „Churning“ vgl. Fn. 68.

⁸³ Standesregeln des VSV für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung vom 26. März 1999.

⁸⁴ Zu den Anlagefonds vgl. Abschnitt 7.3.1.

⁸⁵ Art. 48f f. der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984 (BVV 2).

⁸⁶ Rundschreiben des BSV vom 1. November 2007.

7.4 Deutsches Recht

Der deutsche Bundesgerichtshof in Zivilsachen entschied im Dezember 2000 gegen eine Bank, dass diese eine vorvertragliche **Aufklärungspflicht** gegenüber ihren Kunden treffe, soweit sie mit einem externen Vermögensverwalter vereinbart habe, „ihm einen Teil der Provisionen und Depotkommissionen zu vergüten, die sie künftig von Kunden erhält, die er ihr zuführt“.⁸⁷ Die Bank müsse m.a.W. einen von einem externen Vermögensverwalter eingeführten Kunden vorgängig darüber aufklären, wenn sie mit dessen Vermögensverwalter eine solche Vereinbarung geschlossen hat, damit der Kunde die Gefahr von Interessenkonflikten beim Vermögensverwalter erkennen könne. Andernfalls wird die Bank bei Verlusten des Kunden aufgrund der Transaktionen des externen Vermögensverwalters unter Umständen schadenersatzpflichtig.

Im Dezember 2006 erging ein analoges Urteil gegen eine Bank, wobei jedoch die Bank dieses Mal keine Zahlungen geleistet, sondern von der gruppeneigenen Fondsleitung Zahlungen empfangen hatte. Der Gerichtshof hielt fest, dass „eine Bank, die Fondsanteile empfiehlt, aber darauf hinweisen [müsse], dass und in welcher Höhe sie Rückvergütungen aus Ausgabeaufschlägen und Verwaltungskosten von der Fondsgesellschaft erhält“. Ausschlaggebend sei, „dass die Rückvergütungen umsatzabhängig sind“. Begründet wurde dies mit der Überlegung, dies sei „notwendig, um dem Kunden einen insofern bestehenden Interessenkonflikt der Bank (...) offen zu legen“.⁸⁸ Genauere Aussagen zum „bestehenden“ Interessenkonflikt finden sich im Urteil nicht. Insbesondere fehlt jeglicher Hinweis, inwieweit die relevanten „Rückvergütungen“ das Handeln des betreffenden Kundenberaters beeinflussten bzw. hätten beeinflussen können (vgl. Abschnitt 4.3.1 Bst. a)) und wie dies der betroffenen Bank zuzurechnen sei. Gleichzeitig hielt der Gerichtshof fest, eine Bank dürfe gruppeneigene Fonds favorisieren, auch wenn diese weniger gut als fremde Fonds seien, und zwar ohne dass diesbezüglich gegenüber dem Kunden eine Informationspflicht bestehe. Das Urteil wurde im Schrifttum kontrovers diskutiert.⁸⁹

Ebenso umstritten ist die Frage einer **Herausgabepflicht**, da keine höchstrichterlichen Entscheidungen vorliegen.⁹⁰ Zum Umgang mit **Interessenkonflikten** besteht eine aufsichtsrechtliche Kaskadenordnung wie in der Schweiz (vgl. Abschnitt 7.3.2).

7.5 Europäisches Recht – MiFID

Eine mit Art. 11 BEHG vergleichbare Kaskadenordnung zum Umgang mit **Interessenkonflikten** kennt auch die MiFID in Art. 18. Darüber hinaus sieht sie **Wohlverhaltensregeln** bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen für Kunden vor. Art. 19 der MiFID statuiert die Pflicht von Wertpapierfirmen, „ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden“ zu handeln. Diese Pflicht wird in einer Durchfüh-

⁸⁷ BGHZ 146, 235.

⁸⁸ BGHZ 170, 226.

⁸⁹ Vgl. Mülbert, 187 m.w.H.

⁹⁰ Dazu ausführlich Mülbert, 192 ff.



rungsrichtlinie im Detail ausgeführt und gilt auch für Nebendienstleistungen, wie z.B. die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten sowie die Finanzanalyse.⁹¹

Alsdann legt Art. 26 der erwähnten Durchführungsrichtlinie mit Blick auf **Anreize** fest, dass eine Wertpapierfirma keine Gebühren, „Provisionen“ oder nicht monetäre Vorteile annehmen oder zahlen darf, es sei denn

- diese werden dem Kunden gegeben,
- diese werden offen gelegt und dienen der Verbesserung der Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung und gefährden nicht das Handeln im besten Interesse des Kunden, oder
- es handelt sich um geschäftsbedingte Gebühren, die wesensbedingt keine Interessenkonflikte hervorrufen.

Anreize sind dem Kunden betragsmässig offen zu legen. Falls dies nicht möglich ist, muss die Berechnungsmethode vorgängig verständlich erklärt werden.

Bei der Regelung der MiFID handelt es sich um eine Vollharmonisierung der Vorschriften im Wertpapierbereich innerhalb der EU bzw. des EWR. Nationale Vorschriften, die über die Bestimmungen der MiFID und der Durchführungsrichtlinie hinausgehen, sind nach Massgabe von Art. 31 der MiFID betreffend die Freiheit der Wertpapierdienstleistung und der Anlagetätigkeit sowie Art. 32 betreffend die Errichtung einer Zweigniederlassung und Art. 4 der Durchführungsrichtlinie richtlinienwidrig. Dies gilt generell und somit sowohl für aufsichtsrechtliche als auch für zivilrechtliche nationale Vorschriften, nicht zuletzt weil die von den MiFID-Rechtsakten gezogenen Obergrenzen auch für das Zivilrecht Geltung beanspruchen.⁹²

Für die **grenzüberschreitende** Dienstleistungserbringung und die Tätigkeit einer Niederlassung eines ausländischen Instituts darf ein EU-Mitgliedstaat überhaupt keine strengeren Regelungen vorsehen. Die nationalen Umsetzungsnormen können auch auf grenzüberschreitende Geschäftsbeziehungen von Schweizer Banken mit Kunden im EU-Raum Anwendung finden. Nach Art. 5 Ziff. 1 LugÜ können Ansprüche aus Vertrag grundsätzlich an dem Orte eingeklagt werden, an welchem die streitige Verpflichtung zu erfüllen ist oder wäre. Der Kläger ist somit nicht ausschliesslich auf den Gerichtsstand am Wohnsitz des Beklagten angewiesen, sondern kann wahlweise auch am Erfüllungsort und damit in einem anderen Vertragsstaat klagen. Handelt es sich beim Kunden um einen Verbraucher oder Konsumenten, so kann dieser gestützt auf Art. 14 LugÜ zudem an seinem eigenen Wohnsitz gegen den betroffenen Finanzdienstleister vorgehen.⁹³ Letzterer müsste umgekehrt stets am Wohnsitz des Verbrauchers Klage erheben. Da gemäss Art. 15 LugÜ ein Vorausverzicht eines Verbrauchers auf den eigenen Wohnsitzgerichtsstand grundsätzlich unbeachtlich ist, kann dies dazu führen, dass sich eine Bank oder ein unabhängiger Vermögensverwalter im Geltungsbereich des LugÜ

⁹¹ Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006.

⁹² Vgl. Mülbert, 183 ff.

⁹³ Wer als Verbraucher bzw. was als „Verbrauchersache“ anzusehen ist, ergibt sich aus Art. 13 LugÜ.



einem Prozess am Wohnsitz eines ihrer Kunden zu unterziehen hätte – trotz anders lautender Allgemeiner Geschäftsbedingungen.⁹⁴ Ein entsprechendes Urteil erging zumindest bereits in Deutschland.⁹⁵

8 Aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf und -ansätze

8.1 Fazit: naturgemäss bestehende potentielle Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten / hohe Vertriebsvergütungen

Bedingt durch die verschiedenen Rollen, welche Banken, Vermögensverwalter und Produktanbieter gegenüber ihren Kunden, Geschäftspartnern und Eigentümern ausfüllen, bestehen bei deren Geschäftstätigkeiten (vgl. die Textbox zu Beginn des Kapitels 4) inklusive beim aktuell dominierenden Modell des Vertriebs von Finanzprodukten (vgl. z.B. Abschnitt 5.3.2 Bst. a)) **vielerlei Interessenkonflikte**, da die Produkte überwiegend von den Produzenten und Vertriebspartnern angeboten und vertrieben werden („pushing“) und nur marginal auf Initiative des Kunden nachgefragt werden („pulling“).⁹⁶ Verstärkt werden diese potentiellen Konflikte durch ein Vergütungsmodell, in welchem die eigentliche Leistung sowie die tatsächlich erfolgende Zahlung nur indirekt miteinander gekoppelt sind. Das Auseinanderfallen von Vergütung und Leistung findet sich auf mehreren Ebenen: Die aufwendige Anlageberatung wird nur indirekt über Courtagen und Kommissionen, die als indirekte Folge des Beratungsergebnisses anfallen, entschädigt. Die Vergütungen im Produktvertrieb fallen einerseits für bereits vertriebene Produkte an, gelten andererseits jedoch auch für laufende Aufgaben und honorieren damit zum Teil auch in die Zukunft gerichtete Vertriebsbemühungen.

Zudem bestehen zwischen den Anbietern von Finanzprodukten oder Finanzdienstleistungen einerseits und den Kunden andererseits **unterschiedliche Informationsniveaus** (asymmetrische Informationsverteilung). So kennt der Anbieter beispielsweise seine eigenen Fähigkeiten und seine eigenen Produkte in der Regel besser als der Kunde. Dafür weiss etwa der Kunde mehr über den wirtschaftlichen Hintergrund der von ihm eingebrachten Vermögenswerte. Auch kann z.B. eine Bank bei Aufnahme einer Geschäftsbeziehung nicht abschätzen, ob ihr Kunde die Geschäftsbeziehung nicht bald schon abbrechen wird und die für ihn erarbeitete Anlagestrategie einfach behält, ohne dafür (und für anderen von der Bank erbrachten Initialaufwand) eine Entschädigung zu leisten. Der Kunde wiederum kann erst, wenn überhaupt, im Nachhinein feststellen, inwieweit sich die Bank im Rahmen eines Auftrags von Überlegungen leiten liess, welche seinen eigenen Interessen widersprachen, wobei auch hier sehr schwer zu beurteilen wäre, ob sich die Bank aus Unvermögen oder aus Eigeninteresse so ver-

⁹⁴ Vgl. Walter, 104 ff.

⁹⁵ Urteil 8 U 328/07 des Oberlandesgerichts Dresden vom 20. Juni 2007. Das Urteil ist nach dem Wissensstand der EBK noch nicht rechtskräftig.

⁹⁶ Vgl. die Ausführungen in den betreffenden Textboxen sowie Abschnitt 5.3.1.



hielt. Umgekehrt wäre ein guter Erfolg per se kein Beweis, dass eine Bank nicht doch bewusst (auch) Eigeninteressen verfolgte.⁹⁷

Die Argumentation für die Zahlung von Vertriebsvergütungen ist aus Sicht der Vertriebspartner und Anbieter schlüssig. Ein Zusammenhang mit den Interessen der Anleger besteht jedoch insofern, als dass ihnen gegenüber die Kosten der bezogenen Leistungselemente (Asset Management, Vertrieb etc.) nicht einzeln offen gelegt werden. Zu prüfen wäre, ob die Anleger dadurch benachteiligt werden und ob bei einer allfälligen Änderung der Vergütungs- und Entschädigungsstrukturen bzw. einer Umkehr des aktuell dominierenden Vertriebsmodells (vermehrtes „pulling“ statt „pushing“) die Gesamtkosten – ausgewiesen durch die Kennziffer „Total Expense Ratio (TER)“ (vgl. Abschnitt 7.3.1) – und damit auch die Nettoentwicklung der Anlagen zu Gunsten der Kunden beeinflusst werden könnten. Für den Fall, dass eine direkte Verbindung zwischen Vertriebsleistung und -vergütung verlangt würde, verschöbe sich die wiederkehrende periodische Entschädigung in Form einer Verwaltungskommission auf einmalige Entschädigungen beim Kauf bzw. Verkauf („upfront“). Würden indes auch diese Kosten an den Kunden weitergegeben, stiegen seine Transaktionskosten und damit auch die Hürde, Finanzprodukte zu handeln.⁹⁸ Kurz- und mittelfristige Anlagestrategien wären teurer umzusetzen und allenfalls langfristig bestünde ein Kostenvorteil. Dies wiederum schränkte die Freiheiten ein, die der Kunde bei der wirtschaftlichen Ausgestaltung seines Portfolios hätte.

Schwergewichtiger wäre eine Verzerrung der diskretionären Anlagetätigkeit bzw. der Beratungsqualität durch **Vertriebsvergütungen**. Nachgewiesen werden konnte eine solche Verzerrung im Rahmen der Untersuchungen der EBK jedoch nicht. Es zeigte sich, dass Vertriebsvergütungen kaum direkte Wirkung auf die Produktauswahl haben (vgl. die Textbox am Ende des Abschnitts 4.2.1) – ansonsten auch die zivil- und aufsichtsrechtlichen Sorgfaltspflichten tangiert wären (vgl. Abschnitte 7.2 und 7.3). Alle betrachteten Anbieter haben organisatorische Vorkehrungen getroffen, um entsprechende Anreize zur Übervorteilung ihrer Kunden zu verhindern (vgl. die Textbox am Ende des Abschnitts 5.3.3).⁹⁹ Offen ist jedoch, ob auf informeller Ebene weitere Konflikte mit den Interessen der Kunden bestehen und aktiv oder zumindest passiv ausgenutzt werden könnten.

⁹⁷ Unterschiedlich sind auch die rechtlichen Pflichten. So auferlegen Zivilrecht, Aufsichtsrecht und Selbstregulierung beaufsichtigten Finanzintermediären zahlreiche Pflichten (vgl. Abschnitte 7.2 und 7.3), welche deren Kunden nicht treffen. Die rechtliche Ordnung ist darauf ausgerichtet, Kunden vor Finanzintermediären zu schützen (und nicht umgekehrt), obschon sich letztere wie im Text erwähnt auch Verhaltensrisiken ersterer aussetzen.

⁹⁸ Möglich wäre dies z.B. im Fall von Ausgabe- und Rücknahmekommissionen.

⁹⁹ Bei den betrachteten Anbietern waren die vereinnahmten Vertriebsvergütungen zudem eindeutig nicht transaktionsbezogen, womit ein Anreiz für „Spesenschinderei“ bzw. „Churning“ (vgl. Fn. 68) entfiel.



Textbox Nr. 16: Vertriebsvergütungen im schweizerischen Vermögensverwaltungsgeschäft

Im April 2008 wies der Schweizer Fondsmarkt ein Volumen von CHF 525 Mrd. auf.¹⁰⁰ Diese generieren, wendet man die je nach Fondsklasse unterschiedlichen, durchschnittlichen Verwaltungskommissionen an, für die Fondsanbieter einen Ertrag von CHF 6,2 Mrd. Konservativ geschätzt wird die Hälfte dieser Summe als Vertriebsvergütungen an die Vertriebspartner gezahlt. Der Anteil liegt zwar in der Regel deutlich höher, allerdings muss berücksichtigt werden, dass im institutionellen Fondsmarkt keine Vertriebsvergütungen üblich sind. Diese Berechnung ergibt, dass Banken und Vermögensverwalter in der Schweiz pro Jahr etwa CHF 3,1 Mrd. über Vergütungen allein für den Vertrieb von Fonds erlösen. Die für den Vertrieb von Strukturierten Produkte gezahlten Vergütungen sind schwer zu ermitteln. Im Jahr 2007 wurden Strukturierte Produkte im Wert von CHF 45 Mrd. emittiert.¹⁰¹ Der Vertriebspartner erhält von diesem Betrag in etwa 50 Basispunkte als Vertriebsvergütung, was zu etwa CHF 225 Mio. führt.¹⁰² Die Höhe der Vertriebsvergütungen ist somit abstrakt gesehen hoch. Jedoch machen Vertriebsvergütungen im Vergleich nur etwa 7,6% des gesamten Kommissionsertrages der Banken aus.¹⁰³ Jener belief sich 2007 auf insgesamt CHF 43,5 Mrd.

8.2 Rolle der EBK als Aufsichtsbehörde

Parallel zur Frage eines aufsichtsrechtlichen Handlungsbedarfs stellt sich auch die Frage, welche Ziele gegebenenfalls von der EBK mit möglichen Handlungsansätzen verfolgt werden sollten. Hier ist zu betonen, dass die Aufsichtstätigkeit der EBK den Schutz der Ein- und Anleger, der Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte sowie den Funktionsschutz beabsichtigt. Dies heisst, dass die aufsichtsrechtliche Ordnung insbesondere Kunden vor dem Verlust ihrer Ein- und Anlagen schützen sowie Transparenz und Gleichbehandlung im Effektenhandel und Fondsbereich sicherstellen soll. Weiter verfolgt wird der Schutz der Systemstabilität, des Vertrauens und des guten Rufs sowie der internationalen Wettbewerbsfähigkeit.¹⁰⁴ Von diesem Ansatz geht auch Art. 5 FINMAG aus. Umgekehrt ist die EBK weder Wettbewerbsbehörde noch Preisüberwacherin; diese Rolle kommt anderen Behörden zu.¹⁰⁵ Insbesondere hat die EBK weder einen Auftrag noch die Kompetenz, vorliegend einzelne Vergütungsmodelle abzunehmen oder zu

¹⁰⁰ Vgl. Swiss Fund Data, Angaben für den schweizerischen Fondsmarkt, April 2008. Berücksichtigt wurden Schweizerische Fonds sowie ausländische Fonds von schweizerischen Promotoren.

¹⁰¹ Vgl. Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte (SVSP), Marktreport, Februar 2008.

¹⁰² Die Vertriebsvergütungen für Strukturierte Produkte können höher sein, da neben der hier dargestellten, einmalig anfallenden Platzierungskommission auch Bestandespflegekommissionen erhoben werden können.

¹⁰³ Zu beachten ist, dass die Berechnungen sowohl den Vertrieb konzerninterner als auch externer Produkte umfassen. Da jedoch auch interne Vergütungsflüsse Anreize für Unternehmenseinheiten und deren Mitarbeiter darstellen, sind sie massgeblich für allfällige Interessenkonflikte, obwohl sie bei konsolidierter Betrachtung auf Konzernebene nicht massgeblich sind.

¹⁰⁴ www.ebk.admin.ch/d/ebk/ziele/index.html

¹⁰⁵ Zuständig sind die Wettbewerbskommission (www.weko.admin.ch) bzw. der Preisüberwacher (www.preisueberwacher.admin.ch).



verwerfen. Im Gegensatz zu einzelnen ausländischen Aufsichtsbehörden verfügt die EBK auch nicht explizit über ein Mandat zur Ausbildung der Kunden („consumer education“).¹⁰⁶

Die weiter unten zur Diskussion gestellten Handlungsansätze (vgl. Abschnitt 8.4 ff.) orientieren sich an der gesetzlich definierten Rolle der EBK als Aufsichtsbehörde über den Banken-, den Börsen- und Effektenhandels- sowie den Kollektivanlagenbereich, obschon nicht zu verkennen ist, dass eine bessere Ausbildung der Kunden in finanziellen Belangen diesen bessere Möglichkeiten gäbe, beim Erwerb von Finanzprodukten oder anderen Anlagetätigkeiten ihre Interessen geltend zu machen und vor allem gezielt darauf zu achten, dass diese in der Folge gewahrt werden – auch wenn ihre Marktmacht individuell gesehen eher schwach ausgeprägt ist.¹⁰⁷

8.3 Von der EBK in den letzten Jahren verfolgte Ansätze zu Vertriebsfragen

Die Stossrichtungen und Bemühungen der EBK der letzten Jahre lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Vermehrte Produkttransparenz

Im Oktober 2003 erliess die EBK im Zusammenhang mit einem Fondsskandal in den USA (Stichworte: Late Trading, Market Timing) ein Schreiben an alle Fondsleitungen und Vertreter ausländischer Anlagefonds zur Klärung verschiedener Fragen (sog. Hirtenbrief). Gleichzeitig stellte sie mit Besorgnis fest, dass die den Fondsvermögen jährlich belasteten Verwaltungskommissionen seit Jahren eine steigende Tendenz aufwiesen, was auf ein Marktversagen schliessen lasse. In der Folge setzte sie sich für eine erhöhte Kostentransparenz im Fondsbereich ein und wirkte 2005 darauf hin, dass von der SFA eine Richtlinie für mehr Transparenz erlassen wurde, welche die EBK als aufsichtsrechtlichen Mindeststandard anerkannte. Die Inkraftsetzung der Bestimmung zur quantitativen Aufschlüsselung der Verwaltungskommission nach den Bestandteilen Leitung, Asset Management und Vertrieb wurde bis anhin indes aufgeschoben (zu den Gründen vgl. Abschnitt 7.3.1). Nicht aufgeschoben wurden die Pflicht zur Offenlegung, dass die Fonds-Verwaltungskommission für die drei Elemente Leitung, Asset Management und Vertrieb verwendet werde, sowie das sowohl die Fondsleitung als auch KAG-Vertriebsträger in die Pflicht nehmende Verbot der Bezahlung von Bestandespflegekommissionen an Endanleger (gestützt auf das dem Kollektivanlagevertrag und dem KAG inhärente Gleichbehandlungsgebot).¹⁰⁸

Bei Strukturierten Produkten, die ansonsten nicht dem KAG unterstehen, verlangt das Gesetz (auf Grund einer Anregung der EBK im Gesetzgebungsprozess) grundsätzlich einen vereinfachten Prospekt. Dieser ist interessierten Personen bei der Emission bzw. bei Vertragsschluss kostenlos anzubieten. Die Prospektpflicht entfällt lediglich, wenn in

¹⁰⁶ „Public awareness“ ist beispielsweise eine der Aufgaben der britischen Financial Services Authority FSA (vgl. www.fsa.gov.uk/financial_capability/index.shtml und www.moneymadeclear.fsa.gov.uk sowie www.whataboutmoney.info).

¹⁰⁷ Vgl. die Textbox am Ende der Einleitung zu Kapitel 4.

¹⁰⁸ EBK-Jahresbericht 2003 S. 86 f., 2004 S. 68 f., 2005 S. 72 ff. und 2006 S. 55 f.



bestimmten Fällen die erforderliche Transparenz anderweitig sichergestellt ist. Die von der EBK angeregten und als Mindeststandard anerkannten Richtlinien der SBVg über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu Strukturierten Produkten von 2007 sehen vor, dass der Prospekt unter anderem die nach der Emission während der Laufzeit beim Erwerber erhobenen Entschädigungen ausweisen muss.¹⁰⁹

Zurückhaltung hinsichtlich der Aufsicht über Vertriebsträger

Ebenfalls 2003 sprach sich die EBK im Rahmen der Revision des Anlagefondsgesetzes für die Abschaffung der Bewilligungspflicht für Vertriebsträger aus. Mit der Abschaffung sollte im Sinne einer Liberalisierung eine unnötige staatliche Regulierung im Fondsbereich entfallen und gleichzeitig die Selbstregulierung gestärkt werden. Die EBK konnte sich mit ihrem Anliegen jedoch nicht durchsetzen, da sich der Ständerat 2006 letztlich doch der Meinung des Nationalrates anschloss, welcher die Beibehaltung der bisherigen gesetzlichen Ordnung gefordert hatte. Die EBK erachtete statt dessen die Regelung der Vertriebsträger in der entsprechenden Richtlinie der SFA, deren Einhaltung von einer zugelassen Prüfgesellschaft geprüft werden muss, als ausreichend.¹¹⁰

Interesse an den Beziehungen der Banken zu externen Vermögensverwaltern

2002 und 2003 überprüfte die EBK bei einer repräsentativen Auswahl an Banken deren Geschäftsbeziehungen mit unabhängigen („externen“) Vermögensverwaltern. Im Vordergrund standen quantitative Erhebungen über die Kundenvermögen bei den Banken und qualitative Aussagen über das Verhältnis zwischen Banken und unabhängigen Vermögensverwaltern sowie zwischen Banken und Kunden. Insbesondere interessierte die EBK, wie die Banken Informations- und Treuepflichten gegenüber den Kunden sicherstellten und welche Massnahmen durch das interne Kontrollsystem definiert wurden, um diese Pflichten einzuhalten. Gestützt auf die Ergebnisse sah sich die EBK zu keinen aufsichtsrechtlichen Massnahmen veranlasst und verneinte einen regulatorischen Handlungsbedarf. Sie begrüßte den damaligen Entscheid des Bundesrates, vorerst keine prudentielle Beaufsichtigung der unabhängigen Vermögensverwalter (ausserhalb des Kollektivanlagenbereichs) durch die FINMA vorzusehen.¹¹¹

Deregulierung bei den Fondsvergütungen

Im Rahmen der Umsetzung des KAG befasste sich die EBK mit der Frage, ob und inwieweit ihre Regelung im Bereich von erfolgsabhängigen Kommissionen („Performance Fees“) weiter erforderlich sei. Im März 2008 entschied sie, dass die Sorgfalt bei der Festlegung der Kriterien zur Erhebung einer Performance Fee den Marktteilnehmern überlassen werden könne. Die Bewilligungsträger müssen aber in den relevanten Dokumenten die Art, die Höhe und die Berechnung einer allfälligen Performance Fee angeben.

¹⁰⁹ EBK-Jahresbericht 2006 S. 51 und 2007 S. 59 f.

¹¹⁰ EBK-Jahresbericht 2003 S. 80 f. und 2006 S. 52 f.

¹¹¹ EBK-Jahresbericht 2002 S. 46, 2003 S. 34 f. und 74 f. sowie 2004 S. 47 f.



Nachfolgend werden **mögliche Handlungsansätze** geschildert, **ohne dass jeweils darauf eingegangen wird, auf welcher rechtlichen Stufe** (Gesetz, Verordnung, Rundschreiben, Selbstregulierung) **und durch wen** (Parlament, Bundesrat, EBK, Selbstregulierer) diese, wenn überhaupt, umzusetzen wären. Auch finden sich nur marginal Ausführungen zu möglichen Folgen sowie Nutzen und Kosten aus Sicht der EBK, um die Diskussion nicht bereits im Vorfeld zu stark zu beeinflussen.¹¹² Ausgangspunkt bildet jeweils die Sicht der Kleinanleger („Retailkunden“):

8.4 Verzicht auf zusätzliche aufsichtsrechtliche Vorgaben – ausschliessliches Abstützen auf das Zivilrecht (unter Beachtung des Sonderprivatrechts in der Kollektivanlagengesetzgebung)?

Wie gesehen bestehen bereits mehrere aufsichtsrechtliche Vorgaben zu relevanten Fragen bei Vertriebsvergütungen (Stichworte: Sorgfaltspflicht, Informationspflicht, Treuepflicht, Umgang mit Interessenkonflikten und Anreizsystemen; vgl. Abschnitt 7.3). Diese Vorgaben werden von der EBK konsequent durchgesetzt.¹¹³ Das allgemeine Zivilrecht geht nach dem Verständnis der EBK nur insoweit über das Aufsichtsrecht hinaus, als sich das OR im Auftragsrecht, soweit es einschlägig ist, zur Frage der Ablieferung bestimmter Vergütungen äussert.

Ein erster möglicher Handlungsansatz bestünde darin, die aktuellen aufsichtsrechtlichen Vorgaben zu belassen, wie sie sind, und die Durchsetzung einer allfälligen Ablieferungspflicht und die mögliche Konkretisierung des Auftragsrechts den Zivilgerichten zu überlassen.

Das allgemeine Zivilrecht bietet insoweit einen Vorteil, als es gleichsam einen funktionalen Ansatz verfolgt, indem es – seiner Natur nach – nicht an einen bestimmten Bewilligungsstatus des beklagten Finanzintermediärs anknüpft. Dagegen unterscheiden sich die aufsichtsrechtlichen Vorgaben teils je nach Geltungsbereich der Gesetze. Weiter spricht für ein Zivilgericht der Umstand, dass das Gericht jeweils ein kontradiktorisches Verfahren mit den beiden Parteien führt und anschliessend im Einzelfall entscheidet.

Andererseits widerspricht eine reine Anknüpfung an das Zivilrecht der internationalen Tendenz, insbesondere in der EU (vgl. Abschnitt 7.5). Im Finanzmarkt wird das Zivilrecht nämlich eher vom Aufsichtsrecht überlagert (vgl. insb. das Sonderprivatrecht in der Kollektivanlagengesetzgebung) – und nicht umgekehrt. Eine Durchsetzung nur auf Klage – und damit auf Eigeninitiative der Betroffenen – hin kann zudem für die Rechtssuchenden unvorteilhaft sein, wenn sie sich Beweispflichten stellen, einen Kostenvorschuss leisten sowie Kostenrisiken eingehen müssen usw. Dies kann dazu führen, dass Klagen ausbleiben und eine mögliche gerichtliche Konkretisierung des Auftragsrechts verhindert wird. Auch bietet ein Entscheid im Einzelfall nicht nur Vorteile, da er sich – wie das Urteil des Bundesgerichts vom März 2006 anschaulich belegt – je nach Lesart nicht eindeutig verallgemeinern lässt (vgl. Abschnitt 7.2).

¹¹² Für eine Diskussion einzelner dieser Vorschläge samt Folgen, Vor- und Nachteilen etc. siehe insbesondere Thévenoz, 520 ff., ders., 349 ff., sowie Zufferey, 230 ff.

¹¹³ Vgl. EBK-Jahresbericht 2007 S. 88.

8.5 Aufsichtsrechtliche Durchsetzung zivilrechtlicher Vorgaben?

Diese Möglichkeit wäre eine Ergänzung der ersten, indem die EBK jeweils erfolgte Konkretisierungen des Auftragsrechts durch ein Zivilgericht (so wie sie jene versteht) aufgreifen und aufsichtsrechtlich durchsetzen würde. Es läge demnach auch dann in der Kompetenz der Zivilgerichte, das Auftragsrecht zu konkretisieren, und die EBK verhielte sich bis zu weiteren Urteilen passiv, soweit ein Eingreifen nicht bereits aus aufsichtsrechtlicher Sicht angezeigt wäre. Diese Möglichkeit unterscheidet sich demnach nicht wesentlich von der ersten und böte wie jene nur einen Nutzen im (eher unwahrscheinlichen) Fall eines umfassenden und eindeutig verallgemeinerungsfähigen Urteils hinsichtlich sämtlicher bis anhin umstrittener Fragen (vgl. Abschnitt 7.2). Was im übrigen die auftragsrechtliche *Ablieferungspflicht* anbelangt, so ist darauf hinzuweisen, dass die EBK nur beschränkte Instrumente hat, um deren Einhaltung aufsichtsrechtlich durchzusetzen.¹¹⁴ Die FINMA wird demgegenüber gestützt auf Art. 35 FINMAG die Möglichkeit haben, einen „Gewinn ein[zuziehen, den eine Beauftragte, ein Beauftragter oder eine verantwortliche Person in leitender Stellung durch schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen erzielt hat“.¹¹⁵

8.6 Verbot von Vertriebsvergütungen?

Der radikalste Schluss läge in einem rechtlichen Verbot von Vertriebsvergütungen, was einen äusserst starken Eingriff in bestehende Geschäftsmodelle mit sich bringen bzw. nach sich ziehen würde. Eine solche Möglichkeit müsste klar definieren, welche Problematik mit ihr effektiv gelöst werden sollte. So erscheint fraglich, welchen Nutzen ein Kunde davon hätte, wenn einer Bank verboten würde, von einem Dritten, z.B. einer Fondsleitung, *nicht ablieferungspflichtige* Vergütungen anzunehmen (Annahmeverbot) oder an einen anderen Dritten, z.B. einen unabhängigen Vermögensverwalter, nicht ablieferungspflichtige Vergütungen auszuschütten (Ausschüttungsverbot). Wie erwähnt scheint die Befürwortung, dass sich Banken alleine von Kunden entschädigen lassen sollen, gerade in jenen Fällen problematisch, in denen eine Bank Dritten gegenüber Leistungen erbringt, von denen der Kunde keinen bzw. nur einen marginalen Vorteil hat (vgl. Abschnitt 7.2).¹¹⁶

Bei einem Verbot der Ausschüttung *ablieferungspflichtiger* Vergütungen stellte sich wiederum die Frage, inwieweit die zivilrechtliche Regelung im Auftragsrecht nicht genüge,

¹¹⁴ Das Bundesgericht hielt in seinem Urteil 2A.230/1999 vom 2. Februar 2000 fest, es sei „sehr fraglich, ob die Bankenkommission aufsichtsrechtlich die Einziehung eines unrechtmässigen Gewinns oder die Rückzahlung eines bankenrechtlich unzulässigen Erlöses anordnen kann“ (Erw. 9b). Die EBK verfolgt daher die Praxis, gegebenenfalls Institute aufzufordern, die EBK „zu orientieren, wie sie die betroffenen Kunden über den Vorfall orientieren und ihnen die durch die Verletzung des Aufsichtsrechts erzielten ungerechtfertigten Erlöse zukommen lassen“ wollen. Dies gilt auch im Fall von unrechtmässig einbehaltenen Retrozessionen (EBK-Jahresbericht 2007 S. 88).

¹¹⁵ Vgl. Zulauf/Wyss/Roth, 238 ff.

¹¹⁶ Diese Problematik stellt sich insbesondere im reinen Fondsvertrieb, wenn die Bank als direkte Stellvertreterin der Fondsleitung auftritt und zwischen Bank und Kunde kein Auftragsverhältnis besteht. Von wem soll sich die Bank für ihren Aufwand zu Gunsten der Fondsleitung entschädigen lassen, wenn nicht von der Fondsleitung selbst?

weshalb m.a.W. gerade im Finanzbereich ein Auftraggeber auf eine Ablieferung nicht verzichten können sollte (vgl. Abschnitt 8.4). Vollkommene Verbote sind denn auch kaum verbreitet.¹¹⁷ Mit Blick auf ein teilweises Verbot im Sinne einer Regulierung der Höhe von Vertriebsvergütungen ist in Erinnerung zu behalten, dass Preisbindungen nicht dauernd ein effizientes Marktgleichgewicht sicherstellen und oft ihrerseits zu falschen Anreizen führen können. Auch ist bei Verboten stets zu bedenken, dass diese als Einschränkungen der verfassungsrechtlich verankerten Wirtschaftsfreiheit nur bedingt zulässig (und politisch realisierbar) sind und zu – auch für die Kunden – unerwünschten Folgen führen können (namentlich dem Ende der „offenen Architektur“; vgl. Abschnitt 4.3.2 Bst. c)). Ein vollkommenes oder teilweises Verbot würde insbesondere ausscheiden, wenn zur Erreichung des im öffentlichen Interesse angestrebten Ziels bzw. zur Lösung des georteten Problems (vgl. Abschnitt 8.1) auch mildere, verhältnismässigere Handlungsansätze in Frage kämen.

8.7 Zusätzliche Transparenz-Vorgaben an Verträge und weitere Dokumente?

Mehrere Transparenz-Vorgaben hinsichtlich der Kosten bestehen bereits im Fondsbereich (vgl. Abschnitt 7.3.1). Eine zusätzliche Transparenz zwischen den Beaufsichtigten und den Kunden könnte letzteren eventuell ermöglichen, Interessenkonfliktsituationen und allfällige Verhaltensrisiken – aus dem eigenen Blickwinkel – noch besser abschätzen zu können. Nota bene müssen Interessenkonfliktsituationen von den Beaufsichtigten unter Umständen ohnehin offen gelegt und zur Disposition des Kunden gestellt werden (vgl. Abschnitt 7.3.2).

Denkbar wäre unter anderem eine zusätzliche Pflicht der Beaufsichtigten, unabhängig von der Frage, ob eine Ablieferungspflicht besteht,

- in den schriftlichen Verträgen mit den Kunden im Interesse der Klarheit festzuhalten, wem allfällige Vertriebsvergütungen zustehen, die ein Beaufsichtigter von Dritten erhält;

¹¹⁷ Im Vereinigten Königreich wird zur Zeit überlegt, ob Institute und Personen, die sich als unabhängig („independent“) bezeichnen, sich nur noch von ihren Kunden entschädigen lassen sollen (Modell „fee“) statt – evtl. zusätzlich – von Dritten (Modell „commission“ bzw. „product charges“). Im Rahmen einer Revision des Bundesgesetzes über den Versicherungsvertrag vom 2. April 1908 (Versicherungsvertragsgesetz; VVG) in der Schweiz existieren Bestrebungen, Versicherungsmaklern („Versicherungsbroker“; Einkaufsvermittler) zu untersagen, sich von einem Versicherungsunternehmen für die Vermittlung von Kunden direkt oder indirekt entschädigen zu lassen (so Art. 40 Abs. 3 des Vorentwurfs vom 31. Juli 2006 zur Änderung des Bundesgesetzes betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004 [Versicherungsaufsichtsgesetz; VAG]; abrufbar unter www.efd.admin.ch). Damit soll eine klare Abgrenzung zu den Versicherungsagenten (Verkaufsvermittler) erreicht werden, die gleichsam als „Versicherungsvertreter im Aussendienst“ auftreten. Ob ein Versicherungsvermittler als Makler oder als Agent tätig ist, müsste er zu Beginn einer Beratungstätigkeit offen legen (so Art. 57 Abs. 1 Bst. b des Vorentwurfs vom 31. Juli 2006 zur Änderung des VVG; abrufbar unter www.efd.admin.ch). Beides gleichzeitig soll gemäss Art. 41 Bst. a des Vorentwurfs vom 31. Juli 2006 zur Änderung des VAG nicht mehr zulässig sein.



- ihre Kunden auf Interessenkonflikte aufmerksam zu machen, die sich aus der Vereinnahmung von Vertriebsvergütungen ergeben können;
- ihre Kunden über die Berechnungsparameter und die Bandbreiten der für die verschiedenen Produktklassen möglichen Vertriebsvergütungen zu informieren;
- auf Anfrage von Kunden die Höhe bereits erhaltener Vertriebsvergütungen offen zu legen, soweit sie sich einer einzelnen Kundenbeziehung mit vernünftigem Aufwand eindeutig individuell zuordnen lassen (wie z.B. bei Retrozessionen auf Courtagen oder Depotkommissionen).¹¹⁸

Derartige konkretisierende Vorgaben, die von einzelnen Beaufsichtigten bereits erfüllt werden (vgl. Abschnitt 7.2 am Ende), könnten das Verständnis vor allem von Retailkunden für Vertriebsvergütungen, deren Hintergrund und mögliche Folgen erhöhen. Gleichzeitig könnte damit auch das Vertrauen in die gegenseitige Geschäftsbeziehung gestärkt werden, wenn der Kunde Überlegungen dahingehend anstrengen kann, welche finanziellen Anreize seinen Vertragspartner bei der Erfüllung des erteilten Auftrags beeinflussen könnten – oder eben gerade nicht (vgl. Abschnitte 4.3.1 Bst. a) und 4.3.2 Bst. a) und c)). Dieser Nutzen auf Kundenseite käme letztlich auch den Beaufsichtigten zuteil. Dabei müsste noch überlegt und entschieden werden, ob solche Vorgaben bei den Beaufsichtigten auf Stufe Produkt (vgl. Abschnitt 8.8) und/oder auf Stufe Vertrieb (vgl. Abschnitt 8.9) verlangt werden sollten:

8.8 Produkttransparenz?

Das Banken-, Börsen- und Kollektivanlagenrecht sieht primär eine Institutsaufsicht vor, indem es die Anbieter von Finanzprodukten und -dienstleistungen einer Bewilligungspflicht samt Aufsicht unterstellt (insb. Banken, Effekthändler, Fondsleitungen). Eine besondere Produktaufsicht findet sich einzig im Kollektivanlagenbereich, wo zunächst die Form des vertraglichen Anlagefonds gesetzlich ermöglicht und der Beaufsichtigung durch die EBK unterstellt wurde. Entsprechend nimmt die gesetzliche Regelung im KAG die Produzenten in die Pflicht und auferlegt ihnen, im Fondsvertrag und im (vereinfachten) Prospekt namentlich Angaben zu Ausgabe- und Rücknahmekommissionen sowie Verwaltungskommissionen zu machen. Diese Dokumente müssen alle von der EBK genehmigt werden. Auch die Richtlinie der SFA für Transparenz bei Verwaltungskommissionen knüpft beim Produkt an; sie gilt im übrigen lediglich für Publikumsfonds (vgl. Abschnitt 7.3.1).

Der Kunde kann demnach einzelne Anlagefonds bzw. einzelne Anteilklassen – nebst ihrer historischen Performance u.a. – mit Blick auf ihre Gesamtkosten vergleichen. Dazu dienen ihm die Angaben zur sog. Total Expense Ratio (TER).¹¹⁹ Interessiert er sich spezifisch für die Höhe von Zahlungen, die in den Vertrieb fliessen, so muss er sich mit Höchstsätzen begnügen, da während der Erstellung von Vertrag und Prospekt noch

¹¹⁸ Vgl. hierzu das Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 26. Juni 2007, in: Blätter für Zürcherische Rechtsprechung 2008 Nr. 35.

¹¹⁹ Vgl. die von der EBK als Mindeststandard anerkannten Richtlinien der SFA zur Berechnung und Offenlegung der TER und der PTR von kollektiven Kapitalanlagen von 2008.



nicht feststeht, wie viel der Verwaltungskommission letztlich in den Vertrieb gelangt. Klar ist ihm jedoch, dass die Verwaltungskommission auch dazu verwendet wird, um den Vertrieb zu entschädigen, und es wird festgehalten, dass die Fondsleitung Bestandespflegekommissionen an Vertriebssträger zahlen kann. Eine nachträgliche Offenlegung ist dagegen nicht vorgesehen. Somit kann der Kunde seine Auswahl danach richten, welches Produkt mit den geringsten Ausgabe- und Verwaltungskommissionen verbunden ist. Er weiss jedoch nicht, wie viel genau ein Vertriebspartner aus dem „Verkauf“ des Produkts erlangen wird, soweit er das Produkt von ihm bezieht. Dies weiss letzterer im Zeitpunkt der Transaktion im übrigen oft auch nicht im Detail.

Hier könnte weitere Transparenz vorgeschrieben werden. Dabei müsste nebst der konkreten Ausgestaltung weiterer Transparenz (z.B. Offenlegung der Berechnungsparameter und der Bandbreiten von *entrichteten* Vergütungen durch die Fondsleitung, Offenlegung der verschiedenen Bestandteile der Verwaltungskommission o.a.) auch geklärt werden, welche Finanzprodukte davon betroffen sein sollten. Wie einleitend erwähnt sind bis anhin gerade nicht alle Produkte einer Aufsicht unterstellt. Fraglich wäre demnach, inwieweit die Wettbewerbsbedingungen für Anlagefonds einerseits und andere Finanz- bzw. Anlageprodukte andererseits im Sinne einer Verschärfung harmonisiert werden sollten. Dies wäre beim Vertrieb insoweit ein Wettbewerbsnachteil, als in Europa eine Offenlegung der Kosten beim Verkauf („Point of Sale“) vorgesehen ist (vgl. Abschnitt 7.5). Dieselbe Tendenz zeigt sich in den USA.

8.9 Transparenz am „Point of Sale“?

Transparenz auf Stufe Produkt ermöglicht es dem Kunden wie soeben umschrieben, einzelne Produkte unter einander zu vergleichen und sich für jene zu entscheiden, die weniger hohe Ausgabe- und Verwaltungskommissionen vorsehen (nebst Überlegungen zu Risiko, Performance u.a.). Statt Produzenten in die Pflicht zu nehmen, wären weitere Offenlegungs- und Informationspflichten auch auf Stufe Verkauf und Vertrieb denkbar. In Frage kämen mehrere Möglichkeiten: Unterschieden werden kann zunächst nach dem *Umfang* der Informationen. So könnte die Information auf die Angabe von Bandbreiten pro Produktklasse bzw. -kategorie beschränkt oder detailliert und individuell für jedes einzelne Produkt verlangt werden. Soweit letzteres überhaupt genau machbar wäre (vgl. Abschnitt 8.8), würde dieser Handlungsansatz einen erheblichen Aufwand nach sich ziehen. Weiter stellt sich die Frage nach dem *Zeitpunkt* der Information. Entweder müsste die Information bereits im Zeitpunkt der Transaktion verfügbar sein oder aber auch/erst nachträglich. Was schliesslich die *Modalitäten* der Information anbelangt, wäre zu entscheiden, ob diese zwingend oder erst auf Anfrage erfolgen müsste. Gerade eine zwingende retrospektive „Berichterstattung“ aufgeschlüsselt nach einzelnen Produkten – soweit überhaupt möglich – dürfte mit einem beträchtlichen Aufwand auf Seiten der Betroffenen verbunden sein.

Bei jeder dieser Alternativen läge die Bestrebung darin, den Kunden in die Lage zu versetzen, mehr oder weniger genau in Erfahrung zu bringen, welche Vertriebsvergütungen bei welchem Kaufentscheid jeweils zu Gunsten des (vertreibenden) Anbieters anfallen würden bzw. – retrospektiv betrachtet – angefallen sind. Dies gälte aber nur insoweit, als es möglich wäre, Vertriebsvergütungen einwandfrei dem Kauf bestimmter



Produkte für einen bestimmten Kunden zuzuordnen. Primär verglichen würden folglich die Anbieter an Stelle der Produkte.

Ein solcher Handlungsansatz hätte produktneutrale Regeln zum Vertrieb von Finanzprodukten zur Folge, die sich inhaltlich an den oben erwähnten Vorgaben ausrichten könnten (vgl. Abschnitt 8.7; also ungeachtet einer Ablieferungspflicht). Für diesen Ansatz spräche, dass die Regeln nicht auf einzelne Finanzprodukte zugeschnitten wären.¹²⁰ Unterschiedliche Produkteregulierungen hätten am „Point of Sale“ keine Auswirkungen hinsichtlich der Transparenz. Nachteilig wäre dagegen, dass die genauen Gesamtkosten eines Produkts damit allein nicht bestimmt werden könnten und nicht alle Vertriebspartner bis anhin aufsichtsrechtlich erfasst sind.¹²¹ Denkbar wäre folglich, beide Ansätze zu kombinieren, und sowohl auf Stufe Produkt als auch auf Stufe Vertrieb Vorgaben zu verlangen. Eine solche kumulative Transparenz hätte wiederum je nach Produkt einen Wettbewerbsnachteil der einheimischen Anbieter zur Folge, die ihre Fonds auch grenzüberschreitend anbieten (vgl. Abschnitte 7.3.1 und 7.5).¹²²

8.10 Organisationsvorgaben zum Umgang mit Interessenkonflikten?

Schliesslich wäre nebst oder an Stelle der bis anhin skizzierten Möglichkeiten auch denkbar, mit Blick auf Vertriebsvergütungen detailliertere Organisationsvorgaben zum Umgang mit Interessenkonflikten zu machen. Auch hier würde sich die Frage nach den genauen Vorgaben und deren konkreten Vorteilen stellen, verfügen doch die bewilligten Institute diesbezüglich bereits über ein eigenes, von der EBK bzw. den aufsichtsrechtlichen Prüfgesellschaften überwachtes organisatorisches Regelwerk. So verlangen es die verschiedenen Aufsichtsgesetze. Auf detailliertere Vorgaben hat der Gesetzgeber dagegen bewusst verzichtet. Gleiches gilt für die diesbezügliche Selbstregulierung, insbesondere für die Verhaltensregeln der SBVg für Effektenhändler (vgl. Abschnitt 7.3.2). Auch dort obliegen die Wahl und Ausgestaltung der zu treffenden organisatorischen Massnahmen dem einzelnen Institut, welches jene auf seine Grösse und vor allem auf

¹²⁰ Dies träge dem Umstand Rechnung, dass sich einzelne Produkte bei bestimmten Ausprägungen einander annähern. So existieren beispielsweise einerseits auch fondsbasierte Strukturierte Produkte und andererseits auch Anlagefonds, die in Strukturierte Produkte investieren (insb. Zertifikatefonds). Hinsichtlich Versicherungsprodukten siehe die auf Seite 10 aufgeworfene Frage 3.

¹²¹ Aufsichtsrechtlich erfasst werden vor allem Banken und im Fondsbereich sog. Vertreter und Vertriebs-träger (sowie – z.B. bei fondsgebundenen Lebensversicherungen – Versicherungsgesellschaften und Versicherungsvermittler). So gibt es in der Schweiz über 500 „unabhängige“ Vertriebsträger (und über 12'000 Versicherungsvermittler). Demgegenüber bedarf namentlich die Mehrzahl der unabhängigen Vermögensverwalter keiner aufsichtsrechtlichen Bewilligung. Folglich ist es der EBK verwehrt, letzteren gegenüber entsprechende Vorgaben zu machen. Eine Ausnahme besteht einzig dann, wenn ein Verband der Vermögensverwaltungsbranche seine Verhaltensregeln unter dem KAG von der EBK als Mindeststandard anerkennen lassen will (vgl. die Textbox im Abschnitt 8.11).

¹²² Um angemessene und einheitliche Informationspflichten in ihrer Finanzdienstleistungsgesetzgebung zu gewährleisten, hat die EU Ende 2007 eine öffentliche Umfrage zu Produkttransparenz sowie Vertriebsregeln lanciert. Die Antworten werden zur Zeit ausgewertet.



seine Betriebsstruktur auszurichten und abzustimmen hat.¹²³ Deswegen wäre es wohl schwierig, für sämtliche Beaufsichtigten präzise Organisationsvorgaben zu formulieren. Im übrigen bestehen im Zusammenhang mit Vertriebsvergütungen innerhalb der Banken bereits Massnahmen zur Adressierung möglicher Interessenkonflikte. So ist es teilweise vorgesehen, dass Vertriebsvergütungen für die Leistungsbeurteilung einzelner Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter nicht zählen (so z.T. im Portfoliomanagement und im Produkteinkauf; vgl. Abschnitt 4.3.2 Bst. a) und c)) oder, soweit sie relevant sind, dass die Betroffenen die Höhe oder den Verteilschlüssel vor bzw. während einer Transaktion nicht kennen und auch nicht in Erfahrung bringen können (so z.T. in der Kundenberatung; vgl. Abschnitt 4.3.1 Bst. a)).¹²⁴

8.11 Vorläufige Schlussfolgerung: aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf hinsichtlich einer verstärkten Transparenz am „Point of Sale“

Aus Sicht der EBK besteht angesichts der anhaltenden Diskussion um Vertriebsvergütungen ein (beschränkter) aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf. Ein ausschliessliches Abstützen auf das Zivilrecht oder die aufsichtsrechtliche Durchsetzung zivilrechtlicher Vorgaben genügt nicht. Andererseits scheinen aufgrund der vorhandenen Massnahmen innerhalb der Banken keine zusätzlichen organisatorischen Vorgaben zum Umgang mit Interessenkonflikten geboten. Demnach erscheint auch ein Verbot von Vertriebsvergütungen nicht als angezeigt bzw. verhältnismässig.

Die EBK erachtet aber statt dessen mit Blick auf die Zukunft mehr Transparenz zu Gunsten der Kunden als erforderlich. Bis anhin finden sich nämlich Transparenz-Vorgaben einzig auf Stufe Produkt für Anlagefonds und (marginal) für Strukturierte Produkte.¹²⁵ Im Fondsbereich ist zum einen *vorgängig* im Fondsprospekt die beabsichtigte Verwendung der Verwaltungskommission offen zu legen und diese ist – wie sämtliche Vergütungen und Nebenkosten – im Fondsvertrag nach Art, maximaler Höhe und Berechnung anzugeben.¹²⁶ Zum anderen sind *nachträglich* die bei der Verwaltung der Fonds angefallenen „Kommissionen und Kosten“ in der international unter dem Begriff „Total Expense Ratio (TER)“ bekannten Kennziffer offen zu legen.¹²⁷ Bei Strukturierten Produkten besteht eine beschränkte Prospektpflicht (vgl. Abschnitt 8.3). Ansonsten finden sich im Aufsichtsrecht keine Transparenz-Vorgaben, weder auf Stufe Produkt noch auf Stufe Vertrieb.

Die EBK hat daher soeben als produktneutrale Vorgaben (vgl. Abschnitt 8.7) Eckwerte vorgeschlagen, die sie inskünftig als Massstab anwenden möchte, wenn Verbände der

¹²³ Selbstverständlich haben die Institute dabei sicherzustellen, dass ihre Massnahmen die von der Regulierung verfolgten Ziele erreichen.

¹²⁴ Vgl. auch die Textbox am Ende des Abschnitts 5.3.3.

¹²⁵ Die geplante Revision des Bundesgesetzes über den unlauteren Wettbewerb vom 19. Dezember 1986 (UWG) sieht zudem vor, nebst Waren neu auch Dienstleistungen dem Grundsatz nach der Preisbekanntgabepflicht zu unterstellen (so Art. 16 Abs. 1 des Vorentwurfs vom 6. Juni 2008 zur Änderung des UWG; abrufbar unter www.seco.admin.ch).

¹²⁶ Vgl. Art. 37 f. KKV.

¹²⁷ Vgl. die von der EBK als Mindeststandard anerkannten Richtlinien der SFA zur Berechnung und Offenlegung der TER und der PTR von kollektiven Kapitalanlagen von 2008.



Vermögensverwaltungsbranche ihre Verhaltensregeln unter dem BEHG oder dem KAG als Mindeststandard anerkennen lassen wollen.

Textbox Nr. 17: Eckwerte zur Vermögensverwaltung¹²⁸

Ein von der EBK vorgeschlagenes Rundschreiben definiert – gleichsam als „Mindeststandard für Mindeststandards“ – Eckwerte, welche die EBK als Massstab anzuwenden gedenkt, wenn Organisationen der *Vermögensverwaltungsbranche* ihre Verhaltensregeln unter der Börsen- oder der Kollektivanlagengesetzgebung als Mindeststandards anerkennen lassen wollen.¹²⁹

Gemäss dem Entwurf müssen die entsprechenden Verhaltensregeln für die Anerkennung unter anderem folgende Grundsätze berücksichtigen:

„Entschädigung des Vermögensverwalters

- Der Vermögensverwalter regelt in den schriftlichen Verträgen mit den Kunden Art, Modalitäten und Elemente seiner Entschädigung.
- Der Vermögensverwaltungsvertrag hält im Interesse der Klarheit fest, wem allfällige Leistungen zustehen, die der Vermögensverwalter von Dritten im inneren Zusammenhang mit dem erteilten Auftrag zur Vermögensverwaltung oder bei Gelegenheit der Auftragsausführung erhält.
- Der Vermögensverwalter macht seine Kunden auf Interessenkonflikte aufmerksam, die sich aus der Annahme von Leistungen Dritter ergeben können.
- Der Vermögensverwalter informiert die Kunden über die Berechnungsparameter und die Bandbreiten der für die verschiedenen Produktklassen möglichen Leistungen Dritter.
- Auf Anfrage von Kunden legt der Vermögensverwalter zudem die Höhe bereits erhaltener Leistungen Dritter offen, soweit sie sich einer einzelnen Kundenbeziehung mit vernünftigem Aufwand eindeutig individuell zuordnen lassen (wie z.B. bei Retrozessionen auf Courtagen oder Depotkommissionen).“

Mit derartigen Vorgaben würde nach Auffassung der EBK eine adäquate und produktneutrale Lösung am „Point of Sale“ erreicht.¹³⁰ Diese Lösung würde der Regelung der MiFID in Art. 18 Abs. 2 MiFID und Art. 22 Abs. 4 der Durchführungsrichtlinie (Offenlegung von Interessenkonflikten) sowie Art. 26 Bst. b Ziff. i der Durchführungsrichtlinie (Offenlegung von „Anreizen“) weitgehend entsprechen. Eine zusätzliche Transparenz auf Stufe Produkt hinsichtlich der Aufschlüsselung von Verwaltungskommissionen

¹²⁸ Vgl. die soeben eröffnete Anhörung samt Erläuterungsbericht auf der Internet-Seite der EBK.

¹²⁹ Eine solche Anerkennung bietet u.a. Vorteile im Wettbewerb um Mitglieder; vgl. Zulauf/Zibung, 35 f.

¹³⁰ Nähere Ausführungen (insb. zur Begründung) finden sich im auf der Internet-Seite der EBK publizierten Erläuterungsbericht.



scheint dagegen nicht (mehr) zwingend. Zum einen gehen mit einer zusätzlichen Aufschlüsselung der Verwaltungskommission nach den Bestandteilen Leitung, Asset Management und Vertrieb einzig bei Anlagefonds Wettbewerbsnachteile einher (vgl. Abschnitt 8.9). Zum anderen ist auf Seiten der Kunden kein grosser Nutzen ersichtlich, wenn diese die Aufschlüsselung der Verwaltungskommissionen (bei Fonds, nicht aber bei anderen Anlageprodukten) kennen würden (vgl. Textbox im Abschnitt 5.3.3). Somit könnte auf die aufgeschobene Inkraftsetzung der entsprechenden Bestimmung in der Richtlinie der SFA zur Transparenz für Verwaltungskommissionen definitiv verzichtet werden.

Diese Ausführungen stellen **lediglich eine knappe, vorläufige Schlussfolgerung** dar. Damit ist keineswegs gesagt, dass die EBK den soeben skizzierten Handlungsansatz verfolgen wird und die anderen, weiter oben genannten, nicht. Die vorliegende Auslegung ist ein Diskussionspapier und die EBK lädt wie einleitend erwähnt alle Interessenten ein, sich zu sämtlichen aufgeworfenen Fragen zu äussern, insbesondere zur Frage des Handlungsbedarfs und zu allen in Kapitel 8 skizzierten Handlungsansätzen.



Ausgewählte Literatur

Abegglen, Sandro: Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen – Interessenkonflikte und Chinese Walls bei Banken und Wertpapierhäusern, Bern 2004.

ders.: „Retrozession“ ist nicht gleich „Retrozession“ – Zur Anwendbarkeit von Art. 400 Abs. 1 OR auf Entschädigungen, die an Banken geleistet werden, insbesondere im Fondsvertrieb, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2007 S. 122-134.

ders.: Der Verzicht auf Ablieferung von Retrozessionen, in: Recht 2007 S. 190-203.

ders.: Die adäquate Entschädigung des Vermögensverwalters unter besonderer Berücksichtigung der Anlagekosten im Verhältnis zur Anlageperformance, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht 2008 S. 41-67.

Bassi, Mario M.: Der bankunabhängige Vermögensverwalter – Analyse des Handlungsbedarfs einer möglichen Aufsicht unter Berücksichtigung des amerikanischen und englischen Rechts, Diss. Zürich 1996.

Bernasconi, Paolo / Chopard, René (Hrsg.): Rechtliche Verantwortlichkeiten bei der Vermögensverwaltung, Bellinzona 2001.

Blattner, Niklaus / Gratzl, Benedikt / Kaufmann, Tilo: Das Vermögensverwaltungsgeschäft der Banken in der Schweiz, Bern 1996.

Boemle, Max / Gsell, Max / Jetzer, Jean-Pierre / Nyffeler, Paul / Thalmann, Christian: Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002.

Borer-Benz, Bellina C.: Die Herausgabepflicht des Beauftragten gemäss Art. 400 OR am Beispiel der Problematik der Retrozessionen bei unabhängigen Vermögensverwaltern, Diss. St. Gallen 2006.

Bretschger, Lucas / Geiger, Hans / Kappel, Vivien / Kuster, Laura / Schaller, Alexandra / Wünsch, Oliver: Portrait des Finanzplatzes Schweiz – Schlussbericht Swiss Financial Center Watch 2007, Zürich 2008.

Bretton-Chevallier, Claude: Le gérant de fortune indépendant – Rapports avec le client, la banque dépositaire, obligations et responsabilités, Zürich 2002.

Bührer, Christian: Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz, Bern 2006.

Cerutti, Romeo: Rechtliche Aspekte der Vermögensverwaltung im Schweizer Universalbankensystem, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht 2008 S. 69-97.

Cocca, Teodoro D.: Schweizerisches Private Banking, in: Der Schweizer Treuhänder 2005 S. 270-277.



Crespi-Hohl, Irene: Neuere Tendenzen im Bereich der Verantwortlichkeit der Depotbank gegenüber ihrem Kunden beim Beizug eines externen Vermögensverwalters, Zürich 2002.

Dieckmann, Raimar: Retail-Zertifikate, Frankfurt 2007.

ders.: Exchange Traded Funds, Frankfurt 2008.

Emch, Urs / Renz, Hugo / Arpagaus, Reto: Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl. Zürich 2004.

Emmenegger, Susan: Bankorganisationsrecht als Koordinationsaufgabe, Bern 2004.

dies.: Anlagekosten – Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung, in: Emmenegger, Susan (Hrsg.): Anlagerecht, Basel 2007, 59-127.

Gutzwiller, P. Christoph: Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich 2008.

Hasenböhler, Franz (Hrsg.): Recht der kollektiven Kapitalanlagen unter Berücksichtigung steuerrechtlicher Aspekte, Zürich 2007.

Hofstetter, Brigitte: Interessenkonflikte im Universalbankensystem, Bern 1999.

Hsu, Peter Ch.: Retrozessionen, Provisionen und Finder's Fees, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht, Beiheft 45.

Lombardini, Carlo: Droit et pratique de la gestion de fortune, 3. Aufl. Basel 2003.

ders. / Macaluso, Alain: Rétrocessions et rétributions dans le domaine bancaire, in: Aktuelle Juristische Praxis 2008 S. 180-197.

Luchsinger Gähwiler, Catrina: Der Vertrieb von Fondsanteilen unter besonderer Berücksichtigung des Anlegerschutzes, Zürich 2004.

Meyer, Patrick K.: Die Regulierung des Vertriebs von strukturierten Anlageprodukten, Zürich 2006.

Mülbert, Peter O.: Auswirkungen der MiFID-Rechtsakte für Vertriebsvergütungen im Effktengeschäft der Kreditinstitute, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2008 S. 170-209.

Nobel, Peter / Stirnimann, Isabel: Zur Behandlung von Entschädigungen im Vertrieb von Anlagefonds- und strukturierten Produkten durch Banken, in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2007 S. 343-356.

Nyberg, Minka N.: Verhaltensrisiken in der Vermögensverwaltung und im Kreditgeschäft, Bern 1998.

Roth, Monika: Das Dreiecksverhältnis Kunde-Bank-Vermögensverwalter, St. Gallen 2007.



Schriber, Martina: Der Schweizer Bankensektor, in: Die Volkswirtschaft 2007/4 S. 44-48.

Schweizerische Bankiervereinigung: Wealth Management in Switzerland, Basel 2007.

Stapfer, Peter: Anreizsysteme in der Private Banking-Kundenbeziehung, Bern 2005.

Stöckli, Beat: Die Organisation von Banken aus privat-, aufsichts-, straf- und standesrechtlicher Perspektive, Zürich 2008.

Thévenoz, Luc: Le consommateur face aux rétrocessions dans la distribution des placements collectifs, in: Thévenoz, Luc / Reich, Norbert (Hrsg.): Droit de la consommation / Konsumentenrecht / Consumer law – Liber amicorum Bernd Stauder, Zürich 2006, S. 511-525.

ders.: Conflicts of Interest in the Distribution of Investment Funds, in: Thévenoz, Luc / Bahar, Rashid (Hrsg.): Conflicts of Interest – Corporate Governance & Financial Markets, Zürich 2007, S. 337-361.

ders. / Zulauf, Urs: BF 2007 – Regulierung und Selbstregulierung der Banken, Börsen, Effektenhändler, Kollektivanlagen, Versicherungen und Finanzmärkte in der Schweiz, Zürich 2007.

Tolle, Steffen / Hutter, Boris / Rüthemann, Patrik / Wohlwend, Hanspeter: Strukturierte Produkte in der Vermögensverwaltung, 3. Aufl. Zürich 2007.

Walter, Hans Peter: Prozessuale Aspekte beim Streit zwischen Kunden und Vermögensverwalter, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht 2008 S. 99-134.

Weber, Rolf H. / Iseli, Thomas: Vertriebsträger im Finanzmarktrecht, Zürich 2008.

Wohlmann, Herbert: Arbeitsteilung im Konzern und ihre Relevanz gegenüber Dritten, in: Schweizerische Juristen-Zeitung 2008 S. 161-165.

Wyss, Alexander: Verhaltensregeln für Effektenhändler, Diss. Zürich 2000.

Zobl, Dieter: Der Vermögensverwaltungsauftrag der Banken und besonderer Berücksichtigung von Interessenkonflikten, in: Forstmoser, Peter / Tercier, Pierre / Zäch, Roger (Hrsg.): Innominatverträge – Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schluep, Zürich 1988, S. 319-336.

Zufferey, Jean-Baptiste: Conflicts of Interest with Respect to the Remuneration of Financial Intermediaries, in: Thévenoz, Luc (Hrsg.): Aspects juridiques de la gestion de fortune, Brüssel 1999, S. 223-238.

Zulauf, Urs / Wyss, David / Roth, Daniel: Finanzmarktenforcement, Bern 2008.

Zulauf, Urs / Zibung, Oliver: Aufsichtsregeln zur Vermögensverwaltung in der Schweiz – Status Quo und Ausblick, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht 2008 S. 9-40.