

MiFID II – Eine Herausforderung für den Finanzplatz Schweiz

Prof. Dr. iur. Rolf Sethe, LL.M., Universität Zürich (Zürich)*

I. Einleitung

Die europäischen Wertpapiermärkte unterliegen seit 2004 den Vorgaben der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (nach ihrem englischen Akronym im Folgenden MiFID).¹ Aufgrund des technischen Fortschritts, der Veränderung der Marktstrukturen, aber auch der Finanzkrise entschloss sich die EU zu einer Modernisierung und legte 2011 einen Vorschlag für eine Neuregelung vor, bestehend aus einer Richtlinie und einer sie ergänzenden Verordnung.² Nach zähem Ringen wurden die Richtlinie (im Folgenden MiFID II) und die Verordnung (MiFIR) am 15.5.2014 verabschiedet; beide sind (mit einigen Ausnahmen) am 3. Juli 2014 in Kraft getreten (Art. 96 MiFID II, Art. 55 MiFIR).³

Die MiFID II gilt als das Herzstück der europäischen Kapitalmarktregulierung. Sie enthält Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapierfirmen, den Erwerb von qualifizierten Beteiligungen, die Ausübung der Niederlassungsfreiheit und des freien Dienstleistungsverkehrs, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen im Hinblick auf den Anlegerschutz, die Befugnisse der Aufsichtsbehörden von Aufnahme- und Herkunftsmittgliedstaaten sowie Sanktionen. Die Richtlinie ist innerhalb von zwei Jahren umzusetzen. Die MiFIR, die als Verordnung unmittelbar anwendbar ist, weitet die Transparenzvorschriften im Wertpapierhandel aus und enthält

Vor dem Hintergrund der in der EU Mitte 2014 in Kraft gesetzten Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente MiFID II zeigt der Autor die Notwendigkeit einer Angleichung der schweizerischen Finanzmarktregulierung auf und analysiert die für die Praxis wichtigen Bestimmungen zu den Bereichen Kundensegmentierung, Unabhängigkeit in der Anlage- und Vermögensverwaltung sowie Retrozessionen. Er vergleicht die EU-Regelungen mit den Bestimmungen im Vorentwurf des FIDLEG, das zusammen mit dem FINIG den schweizerischen Finanzmarktinstituten den Zugang zum EU-Markt sichern soll. Der Autor kommt zum Schluss, dass die Regelung der Kundensegmentierung im Vorentwurf zum FIDLEG gut gelungen ist, doch ortet er Klärungs- und Präzisierungsbedarf im Bereich der Zuwendungen und der Unabhängigkeit der Finanzdienstleister.

Zi.

En lien avec l'entrée en vigueur courant 2014 de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers MiFID II, l'auteur souligne la nécessité d'adapter la réglementation suisse des marchés financiers et analyse les dispositions, importantes pour la pratique, relatives à la classification des clients, à l'indépendance dans les placements et la gestion de fortune et aux rétrocessions. Il compare la réglementation européenne avec les dispositions de l'avant-projet de loi fédérale sur les services financiers (LSFin), qui, avec l'avant-projet de loi sur les établissements financiers (LEFin), devrait garantir aux établissements financiers suisses l'accès au marché de l'Union européenne. L'auteur arrive à la conclusion que la réglementation relative à la classification des clients dans l'avant-projet de la LSFin est bien aboutie. Il relève néanmoins des besoins d'explications et de précisions dans le domaine des donations et de l'indépendance des prestataires de services financiers.

P.P.

* Gekürzte Fassung des Vortrags vom 20.3.2014 an der Mitgliederversammlung der Ius Alumni der UZH. Er ist im Rahmen des Universitären Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung entstanden. Der Verfasser dankt Prof. Dr. Franca Contratto, lic. iur. Lukas Fahrländer und MLaw Stefan Härtner für ihre wertvollen Anregungen.

¹ Richtlinie 2004/39/EG vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, ABl. EU L 145 vom 30.4.2004, 1.

² Vorschläge vom 20.10.2011, KOM 2011 652 endg. und KOM 2011 656 endg.

³ Richtlinie 2014/65/EU vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABl. EU L 173 vom 12.6.2014, 349 ff.; Verordnung (EU) Nr. 600/2014 vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU L 173 vom 12.6.2014, 84 ff.

einheitliche Vorgaben für die Meldung von Geschäften, regelt den Derivatehandel auf Handelssystemen und das Clearing, schafft einen diskriminierungsfreien Zugang zum Clearing und enthält Befugnisse zur Überwachung von Produkten und Positionen. Zudem enthält sie die Vorgaben für den Zugang von Unternehmen aus Drittstaaten zum europäischen Finanzmarkt.

Die Schweiz plant, ihr Recht an diesen neuen Regelungsrahmen anzupassen, und hat zu diesem Zweck zwei neue Gesetze in die Vernehmlassung geschickt (FINIG und FIDLEG),⁴ die gemeinsam mit dem FINMAG, dem KAG und dem ebenfalls im Gesetzgebungsstadium befindlichen FinfraG das Fundament bilden sollen, auf dem der Finanzplatz Schweiz künftig ruht. Da die Neuregelung zu umfangreich ist, um sie an dieser Stelle gesamthaft darzustellen, werden im Folgenden die für die Praxis wichtigen Themen Kundensegmentierung, Unabhängigkeit der Anlageberatung/Vermögensverwaltung sowie Retrozessionen herausgegriffen (V.). Zuvor sind jedoch zunächst die Hintergründe zu ermitteln, aus denen sich die Schweiz veranlasst sieht, die MiFID II-Regeln zu übernehmen (II.– IV.).

II. Gründe für die Anpassung an das EU-Recht

1. Exogene Ursachen

Für die Schweiz sind die europäischen Vorgaben aus verschiedenen Gründen von eminenter Bedeutung. (1) Die globale Verflechtung der Finanzmärkte, auf denen schweizerische Finanzintermediäre eine sehr bedeutende Rolle spielen, erfordert eine (weitere) Angleichung des inländischen Rechts an internationale Standards. Die rechtlichen Rahmenbedingungen sind ein entscheidender Faktor zum Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz. (2) Da die Schweizer Finanzintermediäre einen ganz erheblichen Teil ihrer Finanzdienstleistungen in der EU erbringen, besteht ein massives Interesse daran, dass sie auch künftig Zugang zum europäischen Markt haben. MiFID II/MiFIR sehen jedoch ein neues Drittstaatenregime vor, wonach Finanzdienstleister aus Drittländern, die Leistungen gegenüber bestimmten Kundengruppen (geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden) in der EU erbringen, nur zum Markt zugelassen werden, wenn im Drittland die effektive Gleichwertigkeit der Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln gewährleistet ist (Art.

46 ff. MiFIR).⁵ Dieses Äquivalenzerfordernis zwingt die Schweiz damit indirekt zur weitgehenden Übernahme der MiFID II/MiFIR-Regelungen. (3) Schliesslich erweist sich die Übernahme der Regeln von MiFID II/MiFIR auch unter Haftungsgesichtspunkten als sinnvoll. Bislang unterliegen selbständige Anlageberater und Vermögensverwalter in der Schweiz keiner Zulassungspflicht. Wenn diese Anbieter innerhalb der EU gezielt auf Kunden zugehen, ohne dort über die notwendige Zulassung zu verfügen, wird dies als Straftat geahndet und löst deliktische Schadensersatzansprüche aus.⁶ Entsprechende Entscheide sind gemäss Art. 33 ff. LugÜ II anzuerkennen und können gemäss Art. 38 ff. LugÜ II im Inland vollstreckt werden.⁷ Ein gesteigertes Haftungsrisiko kann sich auch aus dem Zusammenspiel von Art. 6 der Rom I-Verordnung und dem Verbraucherrichtsstand von Art. 15 ff. LugÜ ergeben, wenn Gerichte einzelnen MiFID II-Regelungen nicht nur anlegerschützenden, sondern auch verbraucherschützenden Charakter zumessen. Dann kann der Verbraucher am Ort seines gewöhnlichen Aufenthalts klagen und sich auf die dort gültigen Verbraucherschutzbestimmungen berufen. Es besteht für die aus der Schweiz heraus in der EU tätigen Anbieter also ein hohes Prozess- und Haftungsrisiko aufgrund der unterschiedlichen materiellen Standards einerseits und der fehlenden prudentiellen Aufsicht für manche Marktteilnehmer andererseits. Eine Angleichung der Rahmenbedingungen an die Standards der EU dürfte dieses Risiko deutlich reduzieren.

2. Endogene Ursachen

Für die geplante Angleichung der Wohlverhaltensregeln an das EU-Recht spielen jedoch auch rein inlandsbezogene Erwägungen eine zentrale Rolle. So hat die FINMA in ihrem 2010 veröffentlichten Bericht zu den Fällen *Lehman* und *Madoff*⁸ zahlreiche Schwächen beim Vertrieb von Finanzinstrumenten aufgedeckt. Diese griff sie im 2010 publi-

⁵ Ausführlich zum Drittstaatenregime *Nina Arquint*, Internationalisierung der Finanzmarktaufsicht, GesKR 2014 131, 139 f.

⁶ Vgl. etwa BGH WM 2010 262; WM 2011 17, wonach der Schaden in der Eingehung der Vertragsbeziehung besteht. Der Anleger ist so zu stellen, als hätte er von dem Berater/Verwalter nie gehört; er erhält das eingesetzte Kapital zurück.

⁷ BGer vom 29.12.2008, 4A_440/2008; BGer vom 5.10.2009, 4A_305/2009.

⁸ FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungs-geschäft, Bericht vom 2.3.2010.

⁴ <http://www.admin.ch/aktuell/00089/index.html?lang=de&msg-id=53561>.

zierten Vertriebsbericht erneut auf.⁹ 2012 folgten dann der «Anhörungsbericht Vertriebsregeln»¹⁰ und das «Positionspapier Vertriebsregeln».¹¹ Die FINMA zeigte damit im Inland bestehende Defizite im Anlegerschutz auf.

III. Alles neu?

Auf den ersten Blick könnte man argumentieren, eine Modernisierung des Schweizer Aufsichtsrechts sei schon deshalb nötig, weil letztmals mit dem 1997 in Kraft getretenen Art. 11 BEHG eine Vertriebsregelung im Bereich von Anlageberatung, Vermögensverwaltung und Execution-Only-Geschäft auf Gesetzesstufe erfolgte. Art. 11 BEHG orientierte sich inhaltlich an Art. 11 der damals in der EG gültigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie¹² und ist aus heutiger Sicht in der Tat recht rudimentär. Eine solche Sichtweise übersieht jedoch zweierlei: Zum einen finden sich zahlreiche anlegerschützende Pflichten im Auftragsrecht, sodass das inhaltliche Schutzniveau im Zivilrecht nahezu identisch zu dem in der EU ist.¹³ Zum anderen erfolgten im Wege der Selbstregulierung zahlreiche Detailregelungen und Modernisierungen,¹⁴ sodass sich in der Schweiz sehr wohl schon aufsichtsrechtliche Wohlverhaltensregeln finden. Daher lässt sich als Zwischenfazit festhalten, dass nicht alle der im VE-FIDLEG enthaltenen Regelungen neu sind. Das Bild ist vielmehr gemischt: Einige zivilrechtliche Verhaltenspflichten werden nun auch aufsichtsrechtlich geregelt (gleichsam «gedoppelt»¹⁵), damit sie durch die FINMA durchgesetzt werden können, und andere – zuvor in der Selbstregulierung bereits vorhandene – aufsichtsrechtliche Regelungen werden auf Geset-

zesstufe angehoben. Daneben finden sich zahlreiche Neuregelungen, da der Detaillierungsgrad von MiFID I und jetzt von MiFID II um ein Vielfaches höher ist als das bisherige schweizerische Aufsichtsrecht auf Gesetzesstufe und auf Stufe der Selbstregulierung.

In der Praxis ist zu beobachten, dass alle grossen Schweizer Anbieter von Finanzdienstleistungen bereits seit 2007 die Vorgaben von MiFID I (mehr oder weniger) beachtet haben, da es für sie einen erheblichen Mehraufwand bedeutet hätte, im Inland andere Vertriebsvorgaben einzuhalten als im Ausland. Entsprechend gelassen reagieren diese Anbieter nun auch auf die Pläne zur Modernisierung der Wohlverhaltensregeln, während die rein inlandsorientierten Banken eine Regulierungslast befürchten.¹⁶

IV. Notwendigkeit und Ausgestaltung des Anlegerschutzes

Dass nicht nur ein Funktionsschutz, sondern auch der Schutz von Kapitalanlegern dem Grunde nach erforderlich ist, bedarf heute keiner gesonderten Begründung mehr.¹⁷ Es ist anerkannt, dass es eines Schutzes von Kontoinhabern vor einem Vermögensverlust im Konkurs des Finanzintermediärs bedarf, dass die Marktteilnehmer vor unlauterem Geschäftsgebaren zu bewahren sind und dass Informationsasymmetrien ausgeglichen werden müssen. Umstritten ist freilich, in welchem Umfang der Schutz notwendig ist. So kann man lange über die Frage streiten, wie umfangreich die Einlagensicherung als Schutz vor dem Konkurs des Finanzintermediärs ausgestaltet sein muss. Auch verwundert es nicht, dass Diskussionen darüber bestehen, auf welchem Weg Informationsasymmetrien zulasten der Anleger abgebaut werden sollen, also welche Transparenzvorgaben in welchem Detaillierungsgrad notwendig sind und ob diese wirklich helfen (Stichwort «information overload»).

Besonders umstritten ist, ob der Anleger auch vor sich selbst zu schützen ist. Dieser Gedanke löst in der Schweiz häufig empörte Reaktionen aus, da man in der liberalen Wirtschaftsordnung auf die Eigenverantwortung des Menschen setzt, der – wenn er ausreichend informiert ist – auch in die Irre rennen können soll. Diese Sichtweise erweist sich jedoch als recht einseitig. Sie baut auf dem

⁹ FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen («FINMA-Vertriebsbericht 2010») vom Oktober 2010.

¹⁰ FINMA, Bericht über die Anhörung vom 10. November 2010 bis 2. Mai 2011 zum «FINMA-Vertriebsbericht» vom Oktober 2010 («Anhörungsbericht Vertriebsregeln») vom 24.2.2012.

¹¹ FINMA, Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten («FINMA-Positionspapier Vertriebsregeln») vom 24.2.2012.

¹² Botschaft des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24.2.1993, BBl 1993 1369, 1405; zu Einzelheiten Rolf Sethe, Treuepflichten der Banken bei der Vermögensanlage, AcP 212 2012 80, 117.

¹³ Umfassend dazu die Untersuchung von Sethe (Fn. 12).

¹⁴ Erinnert sei nur an die Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes vom 22.10.2008, für allgemeinverbindlich erklärt durch FINMA-Rundschreiben 2008/10 «Selbstregulierung als Mindeststandard», Anhang N 10.

¹⁵ Ob dies wirklich sinnvoll ist, muss hier offenbleiben.

¹⁶ NZZ vom 4.4.2014, 27.

¹⁷ Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. A., Bern 2010, N 96 ff.; Rolf Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Köln 2005, 108 ff.; Dieter Zobl/ Stefan Kramer, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 24 ff.

Modell des *homo oeconomicus* auf, also eines aufgeklärten, rational handelnden Menschen. Die Verhaltensökonomien haben uns jedoch längst nachgewiesen, dass dieses Menschenbild von Anfang an auf Fehlannahmen beruhte. Nicht alle Menschen handeln rational und nicht alle sich selbst als rational begreifende Menschen handeln immer rational. So hat die Verhaltensökonomie nachgewiesen, dass Menschen auf Simplifizierungsregeln (Heuristiken) setzen.¹⁸ Anleger unterliegen bei der Interpretation von Informationen und bei Entscheidungen oft kognitiven Verzerrungen und Trugschlüssen (sog. «Biases» und «Fallacies»). Auch kommt es zu Fehlanreizen durch sog. «Framingeffekte»; die unterschiedliche Formulierung oder Darstellung einer Aussage beeinflusst bei ansonsten gleichem Inhalt das Verhalten des Empfängers.¹⁹ Schliesslich zeigen sich auch Marktanomalien, die sich mit dem Modell des rational handelnden Anlegers nicht vereinbaren lassen. Aus all dem kann man nur den Schluss ziehen, dass es *den* rationalen Anleger nicht gibt. Vielmehr hängt sein Verhalten auch vom Grad der Erfahrung und der Emotionalität ab. Die Verhaltensökonomie ist noch auf der Suche nach Wegen, um solche menschlichen Schwächen angemessen zu berücksichtigen. Wir sollten uns daher in jedem Fall vor der stereotypen Aussage hüten, dass man den Anleger nicht vor sich selbst schützen sollte. Sie ist nach dem heutigen Erkenntnisstand der Verhaltensökonomie genauso falsch wie der umgekehrte Ansatz, dass Menschen immer vor sich selbst geschützt werden müssen, weil ein solches Vorgehen Personen mit Erfahrung und Vorwissen, die es durchaus auch an den Märkten gibt, in ihrer Freiheit einschränken würde.

Schliesslich ist ein Weiteres zu bedenken. Manchmal schützen wir Menschen vor sich selbst, weil die volkswirtschaftlichen Gesamtkosten es sinnvoll erscheinen lassen. Beispiel ist die Gurtpflicht im Auto. Auch die gesetzliche Beitragspflicht zur Altersvorsorge basiert auf diesem Ge-

danken, da junge Menschen erfahrungsgemäss kaum Gedanken an das Alter verschwenden. Daher ist auch in Bezug auf den Finanzmarkt stets zu überlegen, ob nicht der Schutz des Einzelnen vor der eigenen Unvernunft dazu führen kann, dass gesamtwirtschaftliche Fehlanreize vermieden und die Kapitalallokation zum Nutzen aller gestärkt wird. Wir stehen hier am Anfang der Diskussion und es ist noch viel empirische Forschung nötig, um geeignete Instrumente zu einem Anlegerschutz mit vernünftigem Mass zu finden.

V. Einzelne Wohlverhaltensregeln

1. Überblick

Zentraler Anknüpfungspunkt der MiFID II ist der Begriff der «Wertpapierdienstleistung», unter dem alle typischen Finanzdienstleistungen des Retail- und Private Banking erfasst werden (Anhang I Abschnitt A der MiFID II). Ausgenommen sind das reine Einlagen- und Kreditgeschäft sowie Versicherungen. Eine Wertpapierfirma schuldet bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen Treue- und Sorgfaltspflichten, Informationspflichten sowie die Einhaltung weiterer Wohlverhaltensregeln. Wird ein beratungsfreies Geschäft erbracht, müssen die Wertpapierfirmen vor der Erbringung einer Dienstleistung prüfen, ob das Geschäft für den Anleger vor dem Hintergrund seiner Kenntnisse und Erfahrungen angemessen ist (Angemessenheitstest – *appropriateness test*). Erbringen sie für den Kunden eine Beratungsleistung (Anlageberatung oder Vermögensverwaltung), müssen sie zudem auch die Anlageziele und die finanziellen Verhältnisse (inklusive der Risikobereitschaft und -tragungsfähigkeit) des Kunden erfragen, um anschliessend die Eignung des Produkts/der Dienstleistung für diesen Kunden (Eignungstest – *suitability test*) prüfen zu können. Weiterhin macht die Richtlinie Vorgaben für die Ausführung von Kundenaufträgen, den Umgang mit Interessenkonflikten sowie die Verwahrung von Vermögenswerten der Kunden. Die Intensität der Wohlverhaltensregeln richtet sich nach der Eingruppierung des Kunden in die verschiedenen von der Richtlinie vorgesehenen Kundenkategorien.

Das Schweizerische Finanzmarktrecht kennt im Gegensatz zur MiFID II bislang kein sektorübergreifendes Aufsichtsrecht für das Verhalten von Finanzdienstleistern. Im Moment ist eine Dreiteilung zu beobachten. Es finden sich jeweils separate gesetzliche Regeln für das Verhältnis zwischen dem Dienstleister und seinen Kunden bei Effekten-

¹⁸ Lars Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, Berlin 2006, 92, 102 ff.; Leander D. Loacker, Verhaltensökonomie als Erkenntnisquelle für die Rechtsetzung, Verschraegen (Hrsg.), Interdisziplinäre Studien zur Komparatistik und zum Kollisionsrecht (Bd. III), Wien 2012, 45, 55; Robert Eberius, Regulierung der Anlageberatung und behavioral finance, Köln 2013, 84 f.; Markus Englerth, Behavioral Law and Economics – eine kritische Einführung, Engel/Englerth/Lüdemann/Spiecker (Hrsg.), Recht und Verhalten, Tübingen 2007, 60, 91; Martin Brennecke, Regelung der Werbung im Bank- und Kapitalmarktrecht, Zürich 2013, 876 ff., 1202 ff, 1230 ff.

¹⁹ Amos Tversky/Daniel Kahneman, The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, Science 1981, 453 ff.; Englerth (Fn. 18) 60, 77 ff., 81 ff.

händlern (Art. 11 BEHG) und bei Bewilligungsträgern gemäss KAG (Art. 20 ff. KAG). Daneben existieren auf der Stufe der Selbstregulierung zahlreiche Einzelerlasse, mit denen Finanzdienstleistungen geregelt werden, wie die «Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes» von 2008 oder die «Schweizerischen Standesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung» von 2009. Entsprechende aufsichtsrechtliche Vorgaben für die Anlagevermittlung, Abschlussvermittlung oder Anlageberatung durch zugelassene Intermediäre oder durch nicht zulassungspflichtige Finanzdienstleister fehlen dagegen. Eine Kundensegmentierung ist im KAG bekannt, nicht aber in den sonstigen finanzmarktrechtlichen Gesetzen. Das geplante FIDLEG soll nun sektorübergreifend eine Kundensegmentierung einführen und einheitliche aufsichtsrechtliche Verhaltens- und Organisationspflichten aufstellen.

2. Kundenkategorien

a) *Ratio legis*

Die Einführung von Kundengruppen beruht auf der Erkenntnis, dass es «den» Anleger schlechthin nicht gibt. Die EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993 kannte noch keine Kundensegmentierung, sondern differenzierte danach, welcher Schutz für den Kunden «erforderlich» war. Deshalb definierte jeder Mitgliedstaat der EU den Kundenbegriff anders, was dazu führte, dass grenzüberschreitend tätige Finanzdienstleister in jedem Mitgliedstaat prüfen mussten, welche Anforderungen für welche Kundengruppe galten und wie diese Kundengruppe im Einzelnen definiert war. Die Vereinheitlichung der Kundengruppen und der Wohlverhaltensregeln in der MiFID I von 2004 hat eine spürbare Kostenentlastung für grenzüberschreitend tätige Institute mit sich gebracht, während diese Neuerung für reine Inlandsinstitute keine Vorteile, sondern im Gegenteil Mehrkosten verursachte.

Ähnlich ist die Ausgangslage für Institute in der Schweiz.²⁰ Grenzüberschreitend tätige Institute haben derzeit im Inland andere Anforderungen zu beachten als in der EU; dies verursacht Kosten und die geschilderten Haftungsrisiken (vorne, II.1.). Aus ihrer Sicht ist es daher zu be-

grüssen, dass das FIDLEG nun der MiFID II vergleichbare Kundengruppen einführt. Demgegenüber beklagen sich die reinen Inlandsbanken über die Mehrbelastung.²¹ Deren Sichtweise ist allerdings recht einseitig, denn unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes ist die Kundensegmentierung auch bei reinen Inlandsbanken zu befürworten. Zum einen führen die klar formulierten, nach Kundensegmenten abgegrenzten Wohlverhaltensregeln des FIDLEG zu einem Zugewinn an Anlegerschutz, zum anderen erhöhen sie für die betroffenen Finanzdienstleister die Rechtssicherheit, da diese wissen, welche Standards bei welchem Kunden zu beachten sind. Da Anleger insgesamt klagefreudiger zu werden scheinen, ist eine solche Zunahme an Rechtssicherheit auch für Inlandsbanken wichtig. Zudem können Kundengruppen gesamtwirtschaftliche Vorteile bewirken, weil Dienstleistungen passgenauer angeboten werden und damit die Allokationseffizienz des Marktes steigen kann. Dies ist ein Grund, warum viele Banken schon heute eine interne Kundeneinteilung vornehmen.²² Mit dem FIDLEG wird diese nun gleichsam im Aussenverhältnis auch sichtbar.

b) *Vorgaben der MiFID II*

Die MiFID unterscheidet drei Anlegerkategorien, nämlich Kleinanleger, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien.²³ Je nach Kundengruppe erfolgt eine Abstufung der aufsichtsrechtlichen Wohlverhaltensregeln, wobei diese sowohl für Personen gelten, die bereits Vertragspartner der Wertpapierfirma sind, als auch für potenzielle Vertragspartner.²⁴ Die MiFID orientiert sich mit den Kundenkategorien nicht mehr an der individuellen Schutzbedürftigkeit, sondern nimmt eine abstrakte, gruppenspezifische Betrachtung der Professionalität der Anleger vor. Individuelle Elemente kommen nur zum Zuge, wenn es um den Wechsel der Kategorie geht (Opting-up oder Opting-down). Dies darf allerdings nicht zu dem Missverständnis verleiten, dass im Aufsichtsrecht nun allein eine typisierende Betrachtung erfolge. Innerhalb der Kundengruppe spielen *zusätzlich* sehr wohl individuelle Eigenschaften

²¹ S.o. Fn. 16.

²² Diese darf nicht mit dem Risikoprofil verwechselt werden, das nach der Rechtsprechung über den Vermögensverwaltungskunden zu erstellen ist, vgl. BGer vom 10.11.2006, 4C.158/2006, E. 3.3.

²³ Dazu *Birgit Rost*, Die Bedeutung der unterschiedlichen Kundenkategorien, von Böhlen/Kan (Hrsg.), MiFID-Kompendium, Berlin/Heidelberg 2008, 97 ff.; *Sethe* (Fn. 17) 500 ff., 773 ff.; *Juliane Thieme*, Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt, Baden-Baden 2008, 389 ff.

²⁴ *Ingo Koller*, *Assmann/Schneider* (Hrsg.), WpHG, 6. A., Köln 2012, § 31a N 3.

²⁰ Dazu *Adrian Schoop*, Kundensegmentierung am Point of Sale, Zürich, St. Gallen 2014, 28 ff.; *Mirjam Eggen/Christian Staub*, Kundensegmentierung – Panacea oder Abschied vom mündigen Anleger?, GesKR 2012 55 ff.; s.a. *Flavio Amadò, Giovanni Molo, Raffaele de Vecchi*, Die regulatorischen und zivilrechtlichen Aspekte des FIDLEG-Projektes: eine kritische Auseinandersetzung, AJP 2013 1783, 1790 ff.

eine zentrale Rolle. So muss die Wertpapierfirma bei Anlageberatung und Vermögensverwaltung den Eignungstest durchführen, bei dem es auf individuelle Eigenschaften des Kunden ankommt. Gleiches gilt in abgeschwächter Form für den Angemessenheitstest bei anderen Geschäftsarten.

Als Kleinanleger gelten gemäss Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 MiFID II alle natürlichen und juristischen Personen, die nicht professionelle Kunden sind. Die negative Definition verdeutlicht, dass es sich bei diesem Begriff um einen Auffangtatbestand handelt. Professionelle Kunden werden in Art. 4 Abs. 1 Nr. 10 i.V.m. Anhang II der MiFID II enumerativ definiert (sog. geborene professionelle Kunden) und umfassen Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, sonstige zugelassene oder beaufsichtigte Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften, Investment- und Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften, Warenhändler und Warenderivatehändler, Locals sowie sonstige institutionelle Anleger. Weiterhin werden grosse Unternehmen sowie nationale und regionale Regierungen, einschliesslich Stellen der staatlichen Schuldenverwaltung auf nationaler oder regionaler Ebene, Zentralbanken, internationale und supranationale Einrichtungen wie die Weltbank, der IWF, die EZB, die EIB und andere vergleichbare internationale Organisationen als professionelle Anleger erfasst. Geeignete Gegenparteien sind in Art. 30 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID II definiert. Sie stellen eine Untergruppe der professionellen Kunden dar, sofern sie bestimmte Geschäftsarten erbringen. Sie sind von der Informationspflicht (mit Ausnahme der Information über die Kosten), dem Eignungs- und Angemessenheitstest, der Pflicht zur bestmöglichen Ausführung und der Pflicht zur unverzüglichen, redlichen und raschen Bearbeitung von Kundenaufträgen, befreit (Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 MiFID II).

Professionelle Kunden können mit der Wertpapierfirma vereinbaren, dass sie als Kleinanleger eingestuft werden (Opting-down), wenn sie der Ansicht sind, mehr Schutz zu benötigen. Es handelt sich nach dem Wortlaut von Anhang II nicht um ein einseitig auszuübendes Optionsrecht, sondern um eine «Vereinbarung». Nach dem Wortlaut kann also weder die Wertpapierfirma einseitig die Herabstufung vornehmen, noch kann der Kunde dies einseitig tun. Ein Teil des Schrifttums ist der Ansicht, dass der Sinn der Regelung es erfordere, dass der professionelle Anleger *einseitig* das Schutzniveau für Kleinanleger verlangen können muss.²⁵ Dieser Streit entpuppt sich als wenig praxisrelevant, denn keine Wertpapierfirma wird sich gegen das Ansinnen eines professionellen Kunden auf Opting-down

zum Kleinanleger sträuben, da es Gefahr läuft, den Kunden zu verlieren. Zum Teil wird auch der Wertpapierfirma das Recht zugestanden, alle Kunden pauschal als Kleinanleger zu behandeln, um die Kosten der Differenzierung zwischen Kundengruppen zu sparen. Auch dies verträgt sich nicht mit dem Wortlaut «Vereinbarung» der MiFID II, doch wird man es ohne Weiteres zulassen müssen, da dem Kunden kein Nachteil entsteht, solange die Wertpapierfirma keine Differenzierung bei ihren Leistungen (z.B. bei Transaktionskosten) nach Kundenkategorien einführt.²⁶ Andernfalls wird man jedoch eine Vereinbarung verlangen müssen. Obwohl dieser Streit seit der Umsetzung von MiFID I bekannt war, hat die MiFID II keine Klarstellung gebracht. Ähnlich unglücklich ist die Formulierung bei geeigneten Gegenparteien, die ein Opting-down zum professionellen Kunden oder Kleinanleger «beantragen» können (Art. 30 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID II).

Umgekehrt können sich Kleinanleger als professionelle Kunden einstufen lassen (sog. gekorene professionelle Kunden). Dies ist für sie vor allem interessant, wenn die Wertpapierfirma nach Kundenkategorien gestaffelte Transaktionskosten berechnet. Ein Opting-up vom Kleinanleger zum professionellen Kunden (und damit die Absenkung des Schutzniveaus der Wohlverhaltensregeln) ist nur zulässig, wenn die Wertpapierfirma sich vergewissert, dass der Kunde in der Lage ist, Anlageentscheidungen zu treffen und die mit den geplanten Geschäften oder Dienstleistungen einhergehenden Risiken zu verstehen. Die Wertpapierfirma darf ein Opting-up nur vornehmen, wenn zudem mindestens zwei der folgenden Kriterien erfüllt sind:

- Der Kunde hat an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang abgeschlossen.
- Sein Vermögen (Konten und Finanzinstrumente) übersteigt 500 000 €.
- Er war mindestens ein Jahr in einer beruflichen Position im Finanzsektor tätig, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.

²⁶ Ohne diese Einschränkung halten *Koller* (Fn. 24) § 31a N 10; *Rost* (Fn. 23) 102, dies generell für zulässig; grundsätzlich a.A. *Jens Ekkenga*, Münch. Komm. HGB, Band V, Effektesgeschäft, 2. A., München 2009, N 129 (für das Vertragsrecht), unklar dagegen für das Aufsichtsrecht a.a.O. N 127: «etabliert das Aufsichtsrecht jedenfalls kein für alle Umstufungsfälle gültiges *Konsensprinzip*».

²⁵ Vgl. den Meinungsstand bei *Koller* (Fn. 24) § 31a N 10.

Die MiFID schweigt leider zu der Frage, was 10 Geschäfte von erheblichem Umfang pro Quartal sind,²⁷ ob es sich bei dem Vermögen um ein eigenes handeln muss oder ob die Verfügungsbefugnis über fremdes Vermögen ausreicht²⁸ und wann eine berufliche Position Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.²⁹

Die abstrakt typisierende *aufsichtsrechtliche* Einordnung in eine der Kundenkategorien hat nicht zwingend zur Folge, dass dem Kunden auch im Vertragsrecht bestimmte Vorkenntnisse und Erfahrungen zugerechnet werden (z.B. im Rahmen eines Prozesses um ein Mitverschulden des Anlegers bei seiner Schadensersatzklage gegen die Bank); die Bestimmungen des Aufsichtsrechts werden lediglich als Konkretisierung ohnedies bestehender Vertragspflichten mit einer gewissen Indizwirkung herangezogen. Wenn also ein Anleger vom Aufsichtsrecht als geborener professioneller Kunde eingeordnet wird, gilt er damit im vertragsrechtlichen Kontext noch nicht automatisch als erfahrener; vielmehr ist auf sein tatsächliches Wissen abzustellen.³⁰ Erfolgt dagegen auf Initiative eines Privatkunden eine Höherstufung, wird man ihm dies auch zivilrechtlich zurechnen müssen.³¹

c) Vorgaben des VE-FIDLEG

Das geplante FIDLEG führt eine «Kundensegmentierung» ein. Art. 4 Abs. 2–4 VE-FIDLEG enthält eine am Schutzniveau ausgerichtete Dreiteilung in Privatkunden, professionelle Kunden und institutionelle Kunden. Schön ist, dass es dem Schweizer Gesetzgeber im Gegensatz zur EU gelingt,

die Kundensegmentierung in wenigen, klar verständlichen Worten zu regeln.

Als Kunde gilt eine Person, für die ein Finanzdienstleister Finanzdienstleistungen erbringt. Der Bundesrat stellt klar, dass das jeweilige Kundensegment bereits im Stadium der Vertragsanbahnung massgebend ist.³² Man könnte überlegen, dies im Gesetz ausdrücklich zu verankern.

Als Privatkunden gelten Kundinnen und Kunden, die keine professionellen Kunden sind. Der Gesetzgeber wählt also die gleiche Lösung, wie die EU.³³ Als professionelle Kunden gelten Finanzintermediäre i.S.d. BankG bzw. des späteren FINIG und i.S.d. KAG sowie Versicherungsunternehmen i.S.d. VAG. Diesen gleichgestellt sind entsprechende ausländische Kunden, die einer gleichwertigen prudentiellen Aufsicht in ihrem Heimatland unterliegen, sowie Zentralbanken. Erfasst sind auch öffentlich-rechtliche Körperschaften, Vorsorgeeinrichtungen und Unternehmen, wenn sie jeweils über eine professionelle Tresorerie verfügen. Der Bundesrat kann weitere Kundenkategorien als professionell bezeichnen (Art. 4 Abs. 5 VE-FIDLEG). Als institutionelle Kunden gelten professionelle Kunden i.S.d. Art. 4 Abs. 3 lit. a–d VE-FIDLEG (also Banken, Finanzintermediäre nach KAG, Versicherungen und Zentralbanken) sowie nationale und supranationale öffentlich-rechtliche Körperschaften mit professioneller Tresorerie.

Der Kreis der professionellen Kunden ist besser abgegrenzt als in der EU. Dies zeigt das Beispiel der Unternehmen. Diese gelten in der EU als geborene professionelle Kunden, wenn bestimmte Bilanzkennzahlen überschritten sind, doch gilt auch der Grundsatz, dass Reichtum allein noch kein Wissen über die Risiken der Effektengeschäfte belegt und auch nicht die Erfahrung ersetzt. Daher erweist sich der Schweizer Ansatz, auf das Vorhandensein einer

²⁷ Konkretisierungsvorschlag bei *Gerald Spindler/Roman A. Kasten*, Der neue Rechtsrahmen für den Finanzdienstleistungssektor – die MiFID und ihre Umsetzung, WM 2006 1797, 1798: Mindestens 3% des Mindestdepotbestandes von 500 000 €, also mindestens 10 Geschäfte à 15 000 €. M.E. denkbar wäre auch die Lösung, dass man die verlangten 40 Geschäfte pro Jahr in Relation zu den 500 000 € Mindestvermögen setzt, sodass eine Erheblichkeit bei Geschäften von 12 500 € oder mehr anzunehmen ist.

²⁸ Zu Recht ablehnend *Jens Koch*, Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. A., München 2010, § 31a N 48; *Andreas Fuchs*, Fuchs (Hrsg.), WpHG, München 2009, § 31a N 37; wohl a.A. *Peter Clouth/Thorsten Seyfried*, Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang (Hrsg.), Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. A., Heidelberg 2011, N 99.

²⁹ Man wird verlangen müssen, dass die Person konkret mit Effektengeschäften zu tun hat, sodass eine Tätigkeit in der Kreditabteilung einer Bank nicht ausreicht.

³⁰ OLG Koblenz WM 2010, 453, 457; *Fuchs* (Fn. 28) § 31a N 49 ff.; enger dagegen *Koch* (Fn. 28) § 31a N 62.

³¹ *Fuchs* (Fn. 28) § 31a N 53.

³² Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage FIDLEG/FINIG vom 25.6.2014, 40.

³³ Kritisch *Rainer Baisch/Rolf H. Weber*, Prophylaxe durch Transparenz, Sethe/Hens/von der Crone/Weber (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich 2013 (SSFM 108), 207, die statt der Kundensegmentierung eine klarere Regelung vertraglicher Pflichten befürworten. Für das Inland mag dieser Einwand überzeugen. Grenzüberschreitend tätige Institute werden aber faktisch gezwungen, mit den Kundenkategorien zu arbeiten. Für sie dürfte eine EU-kompatible Schweizer Regelung kostengünstiger sein.

professionellen Tresorerie³⁴ abzustellen, als wesentlich sinnvoller.³⁵

Ein Wechsel des Kundensegments ist möglich. So können vermögende Privatkunden schriftlich erklären, als professionelle Kunden gelten zu wollen (Opting-out; Art. 5 Abs. 1 VE-FIDLEG). Der Bundesrat kann die Eignung dieser Personen als professionelle Kunden zusätzlich von Bedingungen, namentlich von fachlichen Qualifikationen, abhängig machen. Ähnlich wie Art. 10 KAG knüpft das FIDLEG an die Vermögensverhältnisse an. Sicherlich ist ein vermögender Kunde eher in der Lage, Verluste zu verkraften, doch ist das Vermögen allein nicht ausschlaggebend (s.o.).³⁶ Die Erkenntnisse der Verhaltensökonomien belegen, dass typische Anlegerfehler gerade nur durch Erfahrung wettgemacht werden können. Dies berücksichtigt der Bundesrat nicht, wenn er vorschlägt, die aus seiner Sicht bewährte Regelung zu Art. 10 KAG, Art. 6 Abs. 1 lit. b KKV zu kopieren.³⁷ Danach genügt es für die Eigenschaft als qualifizierter Anleger, ein Vermögen von 5 Mio. CHF zu besitzen, ohne dass es auf die Erfahrung im Effektenhandel ankäme. Meines Erachtens wäre es sinnvoller, bereits auf Gesetzesstufe wie folgt zu präzisieren: «Vermögende und erfahrene Privatkunden ...». Wie die Erfahrung nachzuweisen ist, sollte im Verordnungswege definiert werden.

Professionelle und institutionelle Kunden können schriftlich erklären, dass sie als Privatkunden gelten wollen (Opting-in; Art. 5 Abs. 2 VE-FIDLEG). Warum das Gesetz dies als Opting-in bezeichnet, ist unklar. Stellt man sich die Kundensegmente hierarchisch vor, müsste man eher von einem Opting-up bzw. Opting-down sprechen. Dass das Bild des Gesetzgebers vom «in» und «out» unglücklich ist, zeigt sich spätestens bei Art. 5 Abs. 3 VE-FIDLEG, der bestimmt, dass institutionelle Kunden schriftlich erklären können, dass sie nur als professionelle Kunden gelten wol-

len. Hier fehlt jeglicher Klammerzusatz. In der Sache handelt es sich jedoch um ein Opting-down.

Besser als in der EU gelungen sind die Vorgaben, wie das Opting-up bzw. Opting-down auszuüben ist. Es ist gerade keine «Vereinbarung» nötig, sondern eine einseitige schriftliche Erklärung. Man vermeidet die Streitpunkte, die die Formulierung der MiFID aufwirft (s. vorn, V.2.b).

Nach Abs. 4 der Norm müssen Finanzdienstleister ihre Kunden vor dem Erbringen von Finanzdienstleistungen informieren, wenn diese nicht als Privatkunden gelten, und sie über die Möglichkeit zum Opting-in aufklären. Diese Aufklärungspflicht ist dem typisierenden Ansatz der Kundensegmentierung geschuldet. An sich müsste man sagen, dass eine Person, die professioneller Kunde ist, keine derartige Aufklärung benötigt. Da aber die Typisierung bedingt, dass auch u.U. unerfahrene Personen als geborene professionelle Kunden gelten, muss man diese wenigstens einmal durch eine Aufklärung schützen.

3. Zuwendungen und Unabhängigkeit der Finanzdienstleistung

a) Gründe für die Regelung

In der Vergangenheit war es üblich, dass Wertpapierfirmen Anlageberatungen aus Sicht des Kunden kostenlos erbrachten. Ihre Verdienstquelle bestand darin, dass sie vom Emittenten der vermittelten Finanzprodukte eine Rückvergütung aus dem Agio oder den in dem Produkt enthaltenen Provisionen erhielten; sie wurden zudem mit sog. Bestandespflegekommissionen belohnt, wenn der Kunde das Finanzinstrument länger im Bestand hielt. Die Entlohnung der Anlageberater war also eine indirekte. Sie erfolgte wirtschaftlich aus dem Vermögen des Kunden, ohne dass dieser aber auf Art und Höhe der Zahlung Einfluss hatte; oft erfolgte die Zahlung sogar ohne dessen Wissen. Üblich waren nicht nur monetäre Zuwendungen, sondern auch nichtfinanzielle Vorteile (sog. soft commissions).

Sowohl die Anlageberatung als auch die Vermögensverwaltung sind Verträge, bei denen die Treuepflicht im Mittelpunkt steht (Interessenwahrungsverträge). Gerade deshalb erweist sich ein solches Vergütungsmodell als gefährlich, da es (1) Anreize setzt, die auftragsrechtliche Treuepflicht zu verletzen und wegen der Provisionen Anlageempfehlungen zu geben, die vom Vertriebsinteresse und nicht vom Kundeninteresse geprägt sind. (2) Zudem bietet ein solches Vergütungsmodell Anreize zur Spesenreiterei (Churning), da ein häufiges Umschichten des Kundendepots die Verdienstmöglichkeiten des Anlageberaters deut-

³⁴ Eine professionelle Tresorerie liegt dann vor, wenn das Unternehmen mindestens eine fachlich ausgewiesene, im Finanzbereich erfahrene Person damit betraut, die Finanzmittel des Unternehmens dauernd zu bewirtschaften, vgl. FINMA-Rundschreiben 2008/5 (Effekthändler) N 16.

³⁵ Durch das Auseinanderfallen des Begriffs des geborenen professionellen Kunden zwischen VE-FIDLEG und MiFID II wird jedoch auch Rechtsunsicherheit erzeugt, da die EU-Drittstaatenregelung gerade an den Begriff des geborenen professionellen Kunden i.S.d. MiFID II anknüpft. Grenzüberschreitend tätige Schweizer Finanzdienstleister müssen also aufpassen, dass sie dieses Auseinanderfallen stets berücksichtigen.

³⁶ Kritisch daher auch *Baisch/Weber* (Fn. 33) 198.

³⁷ Bericht (Fn. 32) 34, 41.

lich erhöht. (3) Weiter ist der Kunde nicht in der Lage, die wahren Kosten der in Anspruch genommenen Leistung zu ermitteln und mit denen anderer Anbieter zu vergleichen. Zuwendungen verfälschen daher den Wettbewerb.³⁸ Dies zeigt folgendes Beispiel eines punktuellen Anlageberatungsgesprächs von einer Stunde Dauer: Investiert ein Anleger aufgrund des Rats seines Bankberaters 100 000 CHF in Fondsanteile, zahlt er 5% Ausgabeaufschlag an den Fonds, von dem typischerweise die Hälfte an die vertreibende Bank zurückfliesst (2500 CHF). Zudem zahlt der Anleger jedes Jahr an den Fonds eine Management-Fee von 2%, von der die Hälfte als Bestandespflegekommission an die vertreibende Bank (1000 CHF) weitergeleitet wird, obwohl die Bank zu diesem Zeitpunkt keinerlei Leistung mehr für den Kunden erbringt (für die Depotführung wird sie ja gesondert entlohnt). Hält der Anleger die Anteile fünf Jahre lang, bezahlt er für das einstündige Beratungsgespräch an die vertreibende Bank also insgesamt 7500 CHF. Dies aber weiss er zum Zeitpunkt des Beratungsgesprächs nicht, da er dann noch nicht einschätzen kann, wie lange er die Fondsanteile im Depot behält. Würde man nun Zuwendungen generell verbieten, müsste die vertreibende Bank dem Anleger direkt ihre Kosten in Rechnung stellen und die Fondsanbieter müssten, da sich der Wettbewerbsdruck erhöht, die Management-Fees senken. Unter dem Strich würde damit die Vergütungsstruktur deutlich transparenter als sie es im Moment ist. Banken haben kein Interesse an einer solchen Veränderung, da sie den zusätzlichen Wettbewerbsdruck scheuen. Sie argumentieren daher, unter dem Strich würde die Leistung für den Kunden gleich teuer bleiben, denn statt des Fonds müssten dann die Banken direkt die Kosten in Rechnung stellen.³⁹ Wenn dem wirklich so wäre, könnten Banken ja problemlos zu einem solchen Modell wechseln, was sie aber vehement ablehnen. Denn bei einem solchen Wechsel würden die Kosten besser vergleichbar und die Bank würde künftig nicht mehr über Bestandespflegekommissionen entlohnt, obwohl sie dem Kunden gegenüber keine Leistung mehr erbringt (oder diesem gar zum Halten des Fonds rät, um die Bestandespflegekommission weiter zu bekommen, obwohl die Anlage vielleicht nicht mehr interessengerecht

ist). Erfahrungsgemäss führt mehr Transparenz bei Preisen zu mehr Wettbewerb, was gesamtwirtschaftlich positiv zu bewerten ist. Mit einem Sinken der Provisionen für den Finanzvertrieb würde voraussichtlich ein etwas grösserer Teil der Anlegergelder zu den Emittenten fließen als bisher, was unter dem Gesichtspunkt der Senkung von Transaktionskosten und der Verbesserung der Kapitalallokation gesamtwirtschaftlich sicherlich von Vorteil wäre. Diesen Zusammenhang aber blendet man aus, wenn man das Thema Retrozessionen auf die Vermeidung von Interessenkonflikten reduziert. (4) Das Verheimlichen der Entgegennahme von Zuwendungen Dritter führt zudem dazu, dass der Kunde seinen Herausgabeanspruch nach Art. 400 Abs. 1 OR nicht durchsetzen kann.

Nicht nur Anlageberater, sondern auch unabhängige Vermögensverwalter und vermögensverwaltende Banken bedienen sich dieses Vergütungsmodells. Auch dort bestehen die soeben genannten Gefahren. Allerdings ist hier die Gefahr des Churning erheblich grösser, da der Vermögensverwalter die Dispositionen für das Kundenvermögen trifft und der Kunde – anders als bei der Anlageberatung – nicht einmal mehr in den Entscheidungsprozess über konkrete Investitionen eingebunden ist. Zudem rechnet der Kunde, da er im Unterschied zur Anlageberatung den Vermögensverwalter direkt entlohnt, nicht mit Zahlungen von dritter Seite. Zuwendungen bei der Vermögensverwaltung sind also um einiges gefährlicher als bei der Anlageberatung.

b) *Vorgaben der MiFID*

Wegen dieser besonderen Gefahren für die Kunden ist es Vermögensverwaltern künftig untersagt, Gebühren, Provisionen oder andere finanzielle oder nichtfinanzielle Vorteile von Dritten anzunehmen, geschweige denn zu behalten (Art. 24 Abs. 8 MiFID II). Ausgenommen sind kleinere nichtmonetäre Vorteile, die die Servicequalität für den Kunden verbessern können und die von ihrem Umfang und ihrer Art her keinen Anlass für Interessenkonflikte geben; sie sind unmissverständlich offenzulegen. Die Regelung stellt eine deutliche Verschärfung gegenüber dem Rechtszustand unter MiFID I dar.

Leider ist es nicht gelungen, eine vergleichbare Regelung auch für die Anlageberatung oder andere Finanzdienstleistungen durchzusetzen; hier waren die Interessen der Mitgliedstaaten zu gegensätzlich. Für diese anderen Finanzdienstleistungen bestimmt Art. 24 Abs. 9 MiFID II nun, dass das Annehmen oder Gewähren von Gebühren, Provisionen oder anderen finanziellen oder nichtfinanziellen Vorteilen untersagt ist, es sei denn, (1) die Zuwendung

³⁸ Klaus J. Hopt, *Interessenwahrung und Interessenkonflikte im Aktien-, Bank- und Berufsrecht – Zur Dogmatik des modernen Geschäftsbesorgungsrechts*, ZGR 2004 1, 5 f.; Rolf Sethe, *Die Zulässigkeit von Zuwendungen bei Wertpapierdienstleistungen*, Habersack/Joeres/Krämer (Hrsg.), FS Nobbe, Köln 2009, 769, 774 Fn. 15.

³⁹ Wie erfolgreich sie mit diesem Argument waren, belegt der Umstand, dass dieses 1:1 im Entscheid BGE 137 III 393, 398 E. 2.4 auftaucht.

wird an den Kunden ausgekehrt oder (2) sie dient zur Verbesserung der Qualität der Dienstleistung, wird nach Art und Höhe aufgedeckt und lässt keine Beeinträchtigung der Kundeninteressen befürchten.⁴⁰ Beide Ausnahmen überzeugen nicht. Wird die Zuwendung an den Kunden ausgekehrt, entfällt zwar die Gefahr eines Interessenkonflikts. Dem Kunden wird es jedoch erschwert, ex ante die Preise der Dienstleistungen zu vergleichen, da er erst anhand der Haltedauer der Effekten weiss, wie hoch die Bestandespflegekommissionen ausfallen werden. Die zweite Ausnahme verlangt eine Qualitätsverbesserung, was sich als Luftnummer⁴¹ entpuppt hat. Früher flossen alle Einnahmen und damit auch die Zuwendungen in einen grossen Einnahmetopf, aus dem auch die qualitätsverbessernden Massnahmen (Schulung der Mitarbeiter etc.) beglichen wurden. Heute trennt man die Einnahmen und bezahlt aus den durch Zuwendungen generierten Einnahmen Schulungen der Mitarbeiter etc. Aus Sicht des Finanzintermediärs wird man also lediglich zur getrennten Buchhaltung gezwungen, ohne dass sich sachliche Verbesserungen gegenüber dem Zustand vor MiFID I feststellen lassen. Als Fortschritt einzustufen ist einzig die Einführung von Transparenz gegenüber den Kunden.

Diese Schwächen hat MiFID II nicht beseitigt. Vielmehr hat man als Kompromiss die Zweiteilung in provisionsgetriebene Dienstleistungen einerseits und unabhängige Anlageberatung andererseits eingeführt. Nach Art. 24 Abs. 4 lit. a MiFID II muss der Anlageberater seinen Kunden vor der Leistungserbringung informieren, ob er die Beratung unabhängig erbringt oder nicht. Der unabhängige Berater ist nach Art. 24 Abs. 7 MiFID II verpflichtet, eine ausreichende Palette von auf dem Markt angebotenen Finanzinstrumenten zu bewerten; diese müssen hinsichtlich ihrer Art und Emittenten oder Produktanbieter hinreichend gestreut sein, um zu gewährleisten, dass die Anlageziele des Kunden in geeigneter Form erreicht werden können. Die Palette darf nicht auf Finanzinstrumente beschränkt sein, die von der Wertpapierfirma selbst oder von Einrichtungen emittiert oder angeboten werden, die in enger Verbindung zur Wertpapierfirma stehen, mit dieser wirtschaftlich verflochten oder derart verbunden sind, dass das Risiko feh-

lender Unabhängigkeit der Beratung besteht. Ausserdem ist es dem unabhängigen Berater verboten, für die Erbringung der Dienstleistung an die Kunden Gebühren, Provisionen oder andere monetäre und nichtmonetäre Vorteile von Dritten anzunehmen oder zu behalten. Der unabhängige Berater kann also nur im Wege eines Honorars durch den Kunden bezahlt werden.

c) Vorgaben des VE-FIDLEG

aa) Bisheriger Rechtszustand

Das BGE versucht, die Gefahren von Zuwendungen im Wege vertragsrechtlicher Transparenz zu beseitigen: Der Beauftragte ist gemäss Art. 400 Abs. 1 OR zur «Rechenschaftsablegung» verpflichtet. Er schuldet eine umfassende Information und die Ablieferung des im Rahmen der Geschäftsführung Erhaltenen, sofern zum Kunden ein Auftrag (oder ein auftragsähnliches Innominatverhältnis) besteht und zwischen der Auftragsausführung und dem Empfang der Retrozessionen ein «innerer Zusammenhang» vorliegt. Der Beauftragte soll durch den Auftrag – abgesehen von einem allfälligen Honorar – weder gewinnen noch verlieren.⁴² Art. 400 Abs. 1 OR erfasst dagegen keine Zahlungen, die ohne inneren Zusammenhang zum Auftrag stehen, die also nur «bei Gelegenheit» der Auftragsausführung vereinnahmt wurden.⁴³ Ein innerer Zusammenhang besteht typischerweise dann, wenn die (Rück-)Vergütung für den Beauftragten Anreize setzt, gegen seine Treuepflicht gegenüber dem Anleger zu verstossen.⁴⁴ Als Retrozessionen gelten Zahlungen, die aus den Provisionen, Depotführungskosten oder den Management-Fees von

⁴² BGE 132 III 460, 464 E. 4.1.

⁴³ BGE 132 III 460, 464 E. 4.1; Sandro Abegglen, «Retrozession» ist nicht gleich «Retrozession», SZW 2007 122, 124.

⁴⁴ Walter Fellmann, Berner Kommentar zum OR, Bern 1992, Art. 400 OR N 127 f.; Susan Emmenegger, Anlagekosten: Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung, Emmenegger (Hrsg.), Anlagerecht, SBT, Basel 2007, 72, 76 (vgl. aber 71: Offenlegung und Ablieferung auch ohne Interessenkonflikt, da Art. 400 Abs. 1 OR auch eine Zuordnungsfunktion habe); Matthias Nänni/Hans Caspar von der Crone, Rückvergütungen im Recht der unabhängigen Vermögensverwaltung, SZW 2006 377, 379; Abegglen (Fn. 43) 126. Weitergehend P. Christoph Gutzwiller, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich 2008, 199, der die Ablieferungspflicht bejaht, wenn der Vermögensverwalter für auftragsgemässes Handeln ein zusätzliches Entgelt neben dem Honorar erhält. Enger Werner de Capitani, Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, Margelisch/Winzeler (Hrsg.), FS Chapuis, 1998, 29, und Claude Bretton-Chevallier, Le gérant de fortune indépendant, Zürich 2002, 168, die den inneren Zusammenhang bei Finder's-Fees verneinen, da die Kundensuche und nicht die Vermögensverwaltung Anlass der Zahlung sei.

⁴⁰ Diese Regelung entspricht dem Rechtszustand unter Art. 26 der Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG zur MiFID I vom 10.8.2006, ABl. EU L 241 vom 2.9.2006, 26 ff.

⁴¹ Ähnlich die Kritik von Corinne Zellweger-Gutknecht, Zur Annahme und Herausgabe von Retrozessionen und anderen Drittvergütungen, Sethe/Hens/von der Crone/Weber (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich 2013 (SSFM 108), 238 Fn. 124.

Anlagefonds gezahlt werden.⁴⁵ Ob die sog. Finder's-Fees vom Begriff der Retrozessionen erfasst werden oder eine eigene Kategorie bilden, ist streitig.⁴⁶

Das BGER und die herrschende Lehre halten Art. 400 OR für dispositiv.⁴⁷ Die streitige Frage, unter welchen Voraussetzungen auf die Ablieferung der Gelder an den Anleger verzichtet werden kann,⁴⁸ wurde vom BGER dahingehend entschieden, dass ein unerfahrener Anleger über die zu erwartenden Retrozessionen und die damit verbundenen Interessenkonflikte so umfassend zu informieren ist, dass er das Vergütungsmodell beurteilen und auf die Erstattung der Retrozessionen rechtsgültig verzichten kann. Notwendig ist daher die Aufdeckung des Umfangs sowie der Berechnungsgrundlagen der Rückvergütungen. Ein bloss allgemeiner Hinweis, wonach der Finanzintermediär Rückvergütungen von Dritten erhält, lässt die Tragweite des Verzichts nicht erkennen und ist daher keinesfalls ausreichend.⁴⁹ Die Rechtsprechung hatte bisher nur Konstellationen mit externen Vermögensverwaltern oder einer Bank als Vermögensverwalterin zu entscheiden, dürfte aber auf die ebenfalls als Auftrag geltende Anlageberatung zu übertragen sein.⁵⁰ Auch beim Execution-Only-Geschäft wird eine Pflicht zur Interessenwahrung bejaht; dieses Geschäft tritt in Gestalt von Kommission, Kommission mit Selbsteintritt oder als Festpreisgeschäft auf. Bei allen drei Geschäftsarten wird die Treuepflicht entweder bereits aufgrund Vertragsrechts bejaht oder – sofern dies im Schrifttum abgelehnt wird – zumindest aus Art. 11 BEHG, dem auch zivilrechtliche Rechtsfolgen zugeschrieben werden.⁵¹ Damit dürfte die Rechtsprechung zu Retrozessionen auch auf diese Gestaltung zu übertragen sein. Dies ist auch konsequent, denn aus Sicht des Kunden müssen auch dann Interessenkonflikte vermieden werden, wenn der Kunde den Anlageentscheid ohne Hilfe des Finanzintermediärs getroffen hat. Dass der Kunde eigenverantwortlich han-

delt, ist nämlich kein Freibrief für den Finanzintermediär, Interessenkonflikte hinzunehmen oder gar zu fördern.

Das Aufsichtsrecht enthält in Art. 11 BEHG eine Treuepflicht, aus der sich eine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergibt. Für den Bereich der Vermögensverwaltung hat das Aufsichtsrecht die Rechtsprechung des BGER nachvollzogen und regelt Zuwendungen im FINMA-Rundschreiben zu Eckwerten zur Vermögensverwaltung.⁵² Entsprechende Vorgaben für die Anlageberatung fehlen, da selbständige Anlageberater bislang aufsichtsrechtlich nicht erfasst sind. Auch im Bereich des Execution-Only-Geschäfts vermisst man bisher eine ausdrückliche Regelung.

Der Schweizer Markt ist in Bewegung. Musste man 2012 noch feststellen, dass die Honorarberatung ein Nischendasein fristet⁵³ und Finanzintermediäre mittels entsprechender Vereinbarungen mit den Kunden bestrebt sind, Zuwendungen von dritter Seite nach Möglichkeit zu behalten, finden sich nun zahlreiche Anbieter, die ein neues Vergütungsmodell eingeführt haben⁵⁴ und Retrozessionen an den Kunden weitergeben und auf Bestandespflegekommission ganz verzichten.⁵⁵

bb) Die vorgeschlagene aufsichtsrechtliche Regelung

Als Teil der Informationspflicht müssen Finanzdienstleister die Kunden über ihre im Zusammenhang mit der angebotenen Finanzdienstleistung bestehenden wirtschaftlichen Bindungen an Dritte in Kenntnis setzen (Art. 7 Abs. 1 lit. c VE-FIDLEG). Sie sind verpflichtet, über die mit der angebotenen Finanzdienstleistung sowie dem Erwerb, der Veräusserung und dem Halten der angebotenen Finanzinstrumente verbundenen Kosten zu informieren (Art. 7 Abs. 1 lit. g VE-FIDLEG). Diese Informationen können in standardisierter Form erfolgen (Art. 7 Abs. 3 VE-FIDLEG). Art. 26 VE-FIDLEG verbietet zudem die Annahme von Vorteilen,

⁴⁵ BGE 138 III 755, 763 E. 5.4; *Emmenegger* (Fn. 44) 59, 66.

⁴⁶ *Emmenegger* (Fn. 44) 67 Fn. 4.

⁴⁷ BGE 132 III 460, 465 E. 4.2; *Nänni/von der Crone* (Fn. 44) 380 f. jeweils m.w.N.

⁴⁸ Vgl. den Überblick bei *Sandro Abegglen*, Der Verzicht auf Ablieferung von Retrozessionen, recht 2007 190, 193 f.

⁴⁹ BGE 137 III 393, 399 E. 2.5; *Thomas Iseli*, Anforderungen an Informationen beim Verzicht auf Retrozessionen, Jusletter vom 9.1.2012, N 24 ff.; *Nänni/von der Crone* (Fn. 44) 382; *Emmenegger* (Fn. 44) 83; *Fabian Schmid*, Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, 2009, 189 f.; a.A. *Abegglen* (Fn. 48) 199; *Gutzwiller* (Fn. 44) 203.

⁵⁰ BGE 138 III 755, 764 E. 5.4. («sämtliche Auftragsverhältnisse»).

⁵¹ Zu Einzelheiten *Sethe* (Fn. 12) 104 ff.

⁵² FINMA-RS Rundschreiben 2009/1 Eckwerte zur Vermögensverwaltung i.d.F. vom 30.5.2013, N 28, 30 f. Kritisch zur Regelung der Retrozessionen im Rundschreiben *Monika Roth*, Retrozessionen und Interessenkonflikte – wenn der Berater in Tat und Wahrheit ein Verkäufer ist, ZBJV 2010 521, 531 ff.

⁵³ Zur Situation in der Schweiz vgl. die Studie der VermögensPartner AG, www.vermoegens-partner.ch/dokumente/554_honorarberatung.pdf.

⁵⁴ <http://www.tagesanzeiger.ch/wirtschaft/geld/Banken-ploetzlich-vorbildlich/story/13594105>.

⁵⁵ Dies mag auch damit zusammenhängen, dass Banken aufgrund der jüngeren Rechtsprechung nun gezwungen sind, die Berechnungsgrundlagen der Bestandespflegekommissionen aufzudecken, wozu sie aber kaum bereit sein dürften, vgl. *Natalia Neuman/Hans Caspar von der Crone*, Herausgabepflicht für Bestandespflegekommissionen im Auftragsrecht, SZW 2013 101, 112.

die dem Finanzdienstleister von Dritten im Zusammenhang mit der Erbringung der Finanzdienstleistung zufließen, es sei denn, er gibt sie an den Kunden vollumfänglich weiter oder vereinbart mit dem Kunden vorgängig den Verzicht auf die Herausgabe der Vorteile. Ein Verzicht ist nur gültig, wenn dem Kunden Art und Umfang der Vorteile vor Erbringung der Finanzdienstleistung oder vor Vertragsschluss offengelegt werden. Ist die Höhe des Betrags vorgängig nicht feststellbar, muss über die Berechnungsparameter und die Bandbreiten informiert werden.

Bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung müssen Kunden darüber informiert werden, ob die Dienstleistung unabhängig erfolgt oder nicht (Art. 7 Abs. 2 lit. a VE-FIDLEG). Finanzdienstleister dürfen sich gemäss Art. 9 VE-FIDLEG nur als unabhängig bezeichnen, wenn sie bei sämtlichen angebotenen Finanzdienstleistungen eine ausreichende Zahl auf dem Markt angebotener Finanzinstrumente berücksichtigen und im Zusammenhang mit der Dienstleistungserbringung von Dritten keine Vorteile annehmen oder, wenn sie diese annehmen, sie diese an die Kunden weitergeben. Die geplante Regelung wirft einige Fragen auf.

Die Norm weicht von der Regelung der MiFID II ab, die nur die Informationspflicht über die Unabhängigkeit der Anlageberatung, nicht auch über die der Vermögensverwaltung kennt, da sie bei der Vermögensverwaltung jede Zuwendung von dritter Seite per se verbietet. Der Schweizer Gesetzgeber erlaubt Vermögensverwaltern dagegen unter den Voraussetzungen des Art. 26 VE-FIDLEG weiterhin die Annahme von Zuwendungen. Er bleibt damit hinter den Vorgaben der MiFID zurück. Dies ist angesichts der besonderen Gefährlichkeit von Zuwendungen bei der Vermögensverwaltung (Stichwort Churning) zu bedauern. Im Sinne einer echten Verbesserung des Anlegerschutzes sollte hier nachgebessert werden.⁵⁶ Zudem wirft die jetzt im VE-FIDLEG enthaltene Regelung die Frage nach der Gleichwertigkeit mit dem EU-Recht auf. In der EU hat man sich nach langen Verhandlungen auf die jetzige Regelung als Kompromiss geeinigt und verbietet daher künftig im EU-Markt dieses Vergütungsmodell. Wenn die Schweiz als weltweit grösster Anbieter von Vermögensverwaltungen ein für die Banken aufgrund seiner Intransparenz (s.o.) vorteilhafteres Vergütungsmodell anbieten dürfte, wäre dies (auf Kosten des Anlegerschutzes) ein massiver Wettbewerbsvorteil. Ob die EU dies hinnimmt, bleibt abzuwarten.

Die Informationspflicht in Art. 7 Abs. 1 lit. c VE-FIDLEG ist zu Recht weit gefasst. Mit der Formulierung «Bindung an Dritte» sind nicht nur Retrozessionen oder andere direkte oder indirekte Zuwendungen Dritter gemeint,⁵⁷ sondern auch Konzernverflechtungen.⁵⁸ Empfiehlt die Bank ein hauseigenes Produkt, kann der Kunde zumindest ahnen, dass sie einem Interessenkonflikt unterliegt. Anders sieht dies aus, wenn es sich um konzerneigene Produkte handelt, die u.U. nicht unter demselben Label vertrieben werden. Hier wird man eine «Bindung» i.S.d. Art. 7 Abs. 1 lit. c VE-FIDLEG und damit eine Informationspflicht bejahen müssen.

Die Informationspflicht in Art. 7 Abs. 1 lit. c, Abs. 2 lit. a VE-FIDLEG korrespondiert mit Art. 9 VE-FIDLEG. Dieser verlangt für die Unabhängigkeit des Finanzdienstleisters, dass eine «ausreichende Zahl auf dem Markt angebotener Finanzinstrumente» berücksichtigt wird. Diese Vorgabe sollte präzisiert werden. Nötig ist ein repräsentatives Spektrum von Finanzinstrumenten, denn wenn ein Finanzdienstleister nur eine grosse Anzahl von Produkten einer einzigen Bank anbietet, ist die Unabhängigkeit nicht gewahrt, selbst wenn der Finanzdienstleister nach Art. 7 Abs. 2 lit. a VE-FIDLEG offenlegt, dass er mit dieser Bank kooperiert oder konzerninterne Leistungen anbietet.⁵⁹ Die oben geschilderte Regelung in Art. 24 Abs. 7 MiFID ist deutlich überlegen, weshalb sie in das FIDLEG übernommen werden sollte.

Betrachtet man die Regelung des FIDLEG in einer Gesamtschau, setzt sie bei Zuwendungen von Dritten auf Transparenz als Lösung möglicher Interessenkonflikte. Die reine Aufklärung über Zuwendungen beseitigt jedoch nicht die damit verbundenen Gefahren, sondern hilft dem Anleger nur insofern, als er einen eigenverantwortlichen Entscheid treffen kann, potenzielle Interessenkonflikte hinzunehmen oder auch nicht. Die Erfahrung zeigt, dass unerfahrene Privatanleger das Ausmass der Gefahren von Zuwendungen oft nicht einschätzen können. Hier reicht die standardisierte Aufklärung, wie sie Art. 7 Abs. 3 VE-FIDLEG vorschreibt, gerade nicht aus. Das BGER verlangt aus vertragsrechtlicher Sicht zu Recht, dass es auf die Verhältnisse des Einzelfalls ankommt: «Inwieweit eine aktive

⁵⁷ Bericht (Fn. 32) 43.

⁵⁸ Dies belegt nicht zuletzt der Entscheid BGE 138 III 755, 774 ff E. 8.3 f., der bei der Herausgabepflicht nach Art. 400 Abs. 1 OR auch konzerneigene Gesellschaften als «Dritte» einordnet.

⁵⁹ A.A. Bericht (Fn. 32) 45, der nicht berücksichtigt, dass eine solche Bindung echte Unabhängigkeit verhindert. Eine solche liegt nur vor, wenn ein repräsentativer Querschnitt der Produkte vieler Emittenten angeboten wird.

⁵⁶ So wohl auch *Amadò/Molo/de Vecchi* (Fn. 20) 1799.

Aufklärung erforderlich ist, damit die Kenntnis des Auftraggebers hinsichtlich der Retrozessionen für einen Verzicht ausreicht, ist im Einzelfall zu bestimmen, wobei auch der Geschäftserfahrung des Auftraggebers Rechnung zu tragen ist [...]. Während ein gänzlich unerfahrener und unwissender Kunde vom Vermögensverwalter über sämtliche erwähnten Punkte aufzuklären und auf die entsprechenden Zusammenhänge im Einzelnen aufmerksam zu machen ist, aus denen sich angesichts des Empfangs von Leistungen Dritter Interessenkonflikte ergeben können, reicht beim erfahrenen und in finanziellen Angelegenheiten sachkundigen Vermögensträger ein Hinweis auf die technischen Eckwerte der bestehenden Retrozessionsvereinbarungen mit Dritten sowie auf das zu erwartende Transaktionsvolumen bzw. die Angabe der erwarteten Rückvergütungen als Prozentbandbreite des verwalteten Vermögens aus.⁶⁰ Vor diesem Hintergrund böte es sich im Aufsichtsrecht an, hinsichtlich des Ausmasses der Aufklärung nach Kundengruppen zu differenzieren.

Das Transparenzmodell des FIDLEG gewährleistet nur, dass der Anleger eigenverantwortlich entscheiden kann. Allerdings überblickt er häufig nicht, dass dieses Vergütungsmodell für ihn langfristig nachteilig ist (siehe vorn, V.3.a), da es zu einer Dauerentlohnung der Bank führt, obwohl diese keine Leistung mehr erbringt. Nun kann man argumentieren, er sei mündig und, wenn er über die Zuwendungen aufgeklärt werde, wisse er, was er tue. Leider trifft diese Annahme nicht zu. Betrachtet man nämlich das Vorgehen der Rechtsprechung sowie des Gesetzgebers der MiFID und des FIDLEG, sehen auch diese hochqualifizierten Personen in ihren Erwägungen immer nur die Gefahr des Interessenkonflikts, nicht aber auch diejenige der Verschleierung der wahren Kosten und der dadurch verursachten Wettbewerbsverzerrung. Auf anderen Gebieten untersagt der Gesetzgeber es den Leistungs- und Produktanbietern gerade, die Preise zu verschleiern, und zwingt die Anbieter sogar, die Preise pro Liter, Kilogramm, Meter, Quadratmeter, Kubikmeter oder eines dezimalen Vielfachen oder eines dezimalen Teiles davon anzugeben (Art. 6 Abs. 2 PBV). Im FIDLEG nimmt der Gesetzgeber dagegen die Verschleierung faktisch hin, denn der durchschnittliche Kunde weiss regelmässig nicht, dass er an die vertreibende Bank jährlich indirekt noch Zahlungen leistet (siehe vorn,

V.3.a). Wenn man die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen einbezieht, ist es wünschenswert, dass Finanzdienstleister nur für erbrachte Leistungen entlohnt werden und nicht auch dafür, dass der Kunde Finanzinstrumente eine bestimmte Zeit hält (auch wenn das Halten vielleicht sogar wirtschaftlich nicht mehr sinnvoll ist). Das aber lässt sich nur erreichen, wenn man Bestandespflegekommissionen ganz verbietet. Hiergegen könnte man einwenden, gerade bei Vermögensverwaltungen und Daueranlageberatungen beurteile der Finanzdienstleister laufend, ob das Finanzinstrument vor dem Hintergrund der Anlageziele, Risikoneigung und finanziellen Verhältnisse des Kunden noch angemessen sei. Es werde also eine Leistung in Form der Depotüberwachung erbracht. Aber hier wird – genau wie beim Churning – eine falsche Anreizstruktur gesetzt. Will man erreichen, dass der Entscheid über das Halten eines Finanzinstruments unabhängig vom Vergütungsinteresse des Finanzdienstleisters ist, muss man verlangen, dass dieser nach Aufwand vom Kunden entlohnt wird und nicht von Dritten, die ein Interesse am Halten haben. Nicht nur das dauernde Drehen eines Depots (Churning) zur Ertragsgenerierung, sondern auch das Einfrieren eines Werts im Depot zur Ertragsgenerierung ist kundenschädigend. Das FIDLEG aber geht weder auf das eine noch auf das andere angemessen ein und bleibt damit hinter internationalen Standards zurück.

VI. Fazit

Die MiFID II ist angesichts ihres Umfangs und ihrer völlig verquasteten Sprache kein Vorbild guter Gesetzgebung. Auch erfolgt die Übernahme ihrer Standards in inländisches Recht keinesfalls freudestrahlend, da nur die international tätigen Institute dies als Erleichterung empfinden. Allerdings bietet die Übernahme von Regelungen der MiFID II die Chance, erkannte Lücken im Anlegerschutz zu schliessen. Die Regelung der Kundensegmentierung im VE-FIDLEG ist gut gelungen, jedoch sollte man das Opting-up zum professionellen Kunden nicht nur vom Vermögen abhängig machen. Die Neuerungen zu Zuwendungen und zur Unabhängigkeit von Finanzdienstleistern sollten dagegen überdacht werden.

⁶⁰ BGE 137 III 393, 400 E. 2.5.