

NIEDERER KRAFT FREY

Verhaltensregeln II:
*Best Execution, Interessenkonflikte,
Vergütungen Dritter: Folgen für
Service Offerings und Product Shelves*

Sandro Abegglen

Übersicht

1. Regulatorischer Status quo
2. Best Execution
3. Interessenkonflikte
4. Vergütungen Dritter
5. Folgen für Service Offerings und Product Shelves
6. Fazit

1. Regulatorischer Status quo

Am Beispiel von BEHG und KAG

| | Effekthändler | KAG-Bewilligungsträger |
|--------------------------------|--|---|
| Best Execution | Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG | Art. 20 Abs. 1 lit. b, Art. 22 Abs. 1 KAG |
| | SBVg Verhaltensregeln Effekthändler 2008, Rz. 13 ff. | SFAMA Verhaltensregeln 2014, Rz. 33 ff. |
| Interessenkonflikte | Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG | Art. 20 Abs. 1 lit. a KAG i.V.m. Art. 32b KKV |
| | SBVg Verhaltensregeln Effekthändler 2008, Rz. 19 f. | SFAMA Verhaltensregeln 2014, Rz. 41 ff. |
| | FINMA-RS 13/08 «Marktverhaltensregeln», Rz. 53 ff. | |
| Vergütungen Dritter | Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG; EBK-Bulletin 2008/51, Rz. 184 | Art. 20 Abs. 1 lit. c KAG i.V.m. Art. 34 Abs. 2 ^{bis} KKV |
| | | SFAMA Transparenzrichtlinie 2014, Rz. 16 ff. |
| | FINMA-RS 09/1 «Eckwerte zur Vermögensverwaltung», Rz. 27 ff. | |

2. Best Execution

Bearbeitung von Kundenaufträgen

- **«Leitprinzipien»** für die Bearbeitung von Kundenaufträgen
 - Treu und Glauben sowie Gleichbehandlung der Kunden (Art. 17 Abs. 1 FIDLEG)
 - Grundsatz der «getreuen, sorgfältigen und transparenten Erbringung von Finanzdienstleistungen» (vgl. Art. 1 Abs. 2 FIDLEG)
- **Einrichtung von Verfahren und Systemen** (Art. 17 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 20 Abs. 1 E-FIDLEV)
 - Angemessenheit in Bezug auf Grösse, Komplexität und Geschäftstätigkeit → *relativer Standard*
 - Sicherstellung der «Leitprinzipien»
- **Das heisst konkret** (Art. 20 Abs. 2 E-FIDLEV)
 - Unverzögliche und korrekte Registrierung und Zuweisung von Aufträgen
 - *«First In – First Out»-Prinzip* hinsichtlich Abarbeitung von «vergleichbaren Aufträgen», vorbehaltlich der Art des Auftrages, der Marktbedingungen und eines abweichenden Interesses des Kunden
 - Gebot der Nichtbenachteiligung der Kunden bei
 - Zusammenlegung von Kundenaufträgen sowie von Kundenaufträgen mit eigenen Aufträgen
 - Zuweisung von untereinander verbundenen Abschlüssen
 - «Unverzögliche» Information des Kunden bei Schwierigkeiten der Bearbeitung

Bestmögliche Ausführung

Pflicht zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen (Art. 18 FIDLEG)

| Ausführungskriterien | Inhalt |
|----------------------|--|
| Finanziell | <p><u>Unter Berücksichtigung von</u></p> <ul style="list-style-type: none"> – Preis für Finanzinstrument (d.h. Ausführung an liquidem Markt, <i>falls möglich</i>) – Gebühren und (Transaktions-)Kosten des Auftrages, soweit sie an Kunden weitergegeben werden – Entschädigungen Dritter (i.S.v. Art. 26 Abs. 3 FIDLEG; <i>siehe hinten</i>) |
| Zeitlich | <ul style="list-style-type: none"> – Umgehende und vollständige Abwicklung oder Weiterleitung des Kundenauftrages – <u>Aber</u>: Weisungen des Kunden beachten (z.B. Preislimiten, «Stop-Loss»-Schwellen) |
| Qualitativ | <ul style="list-style-type: none"> – <u>Ausführungsort</u> muss allgemein anerkannt und geeignet sein sowie für die Dauer der Transaktion Gewähr bieten <ul style="list-style-type: none"> – Z.B. Ausführung am lokalen Handelsplatz, Heimatmarkt des betreffenden Finanzinstruments – Z.B. börslich, ausserbörslich, MTF, OTF |

Ausführungskriterien

- **Pflicht, objektive Kriterien für die Wahl des Ausführungsplatzes festzulegen**
 - insb. hinsichtlich Kurs, Kosten, Schnelligkeit und Wahrscheinlichkeit der Ausführung und Abwicklung (Art. 21 Abs. 1 E-FIDLEV) → *erfordert Vergleich der Ausführungsplätze*
 - Berücksichtigung des Gegenparteiriskos («Bonität»)?
 - Umfassende *Best-Execution-Policy* unter FIDLEG erforderlich?
- Bei **ausdrücklicher Anweisung** des Kunden – hinsichtlich Menge, Preis, Ausführungsort oder ähnlich – **keine** Best Execution-Pflicht (Art. 21 Abs. 2 E-FIDLEV). → *Warnpflicht bei unvernünftiger Anweisung?*
- **Weitere Pflichten**
 - Pflicht, die Einhaltung der Kriterien für die Wahl des Ausführungsplatzes auf Anfrage des Kunden nachzuweisen (Art. 21 Abs. 3 E-FIDLEV) → *faktische Dokumentationspflicht*
 - Pflicht, die Kriterien mindestens einmal jährlich auf ihre Wirksamkeit zu überprüfen (Art. 21 Abs. 4 E-FIDLEV)
 - Finanzdienstleister erlassen Weisungen über die Ausführung von Kundenaufträgen, wenn sie Mitarbeiter beschäftigen, die Kundenaufträge ausführen (Art. 18 Abs. 3 FIDLEG).

Konkretisierungsbedarf?

- Ist die Pflicht zur Best Execution genügend konkret?
 - **Pflicht** des Finanzdienstleisters,
 - für den Kunden das **«bestmögliche Gesamtergebnis des jeweiligen Auftrags»** anzustreben (Botschaft FIDLEG, BBI 8961),
 - unter Berücksichtigung der verschiedenen, sich unter Umständen widersprechenden Kriterien (z.B. Zielkonflikt zwischen «Preis» und «Zeit») und
 - unter Vorbehalt der vom Kunden gesetzten Limiten, Auflagen und Restriktionen
- Auslegungshilfen
 - True und Glauben sowie Gleichbehandlung der Anleger (vgl. Art. 17 Abs. 1 FIDLEG)
 - Grundsatz der «getreuen, sorgfältigen und transparenten Erbringung von Finanzdienstleistungen» (vgl. Art. 1 Abs. 2 FIDLEG)

3. Interessenkonflikte

Keine generelle Interessenwahrungspflicht

- **FIDLEG ohne generelle Treue- bzw. Interessenwahrungspflicht**
 - Vgl. demgegenüber noch *Art. 8 Abs. 2 E-FIDLEG 2015*
 - Allerdings FIDLEG-Verhaltenspflichten = **Konkretisierungen** einer nicht explizit statuierten aufsichtsrechtlichen Treuepflicht
 - **Programmatisch** gilt der Grundsatz der «getreuen, sorgfältigen und transparenten Erbringung von Finanzdienstleistungen» (vgl. Art. 1 Abs. 2 FIDLEG).
- **Das FIDLEG enthält demgegenüber:**
 - Grundsatz von Treu und Glauben sowie das Prinzip der Gleichbehandlung bei der *Bearbeitung* und der Grundsatz der Best Execution bei der *Ausführung* von Kundenaufträgen (**siehe vorne**);
 - Wahrung der Kundeninteressen durch *Informations-* und *Organisationspflichten*, vereinzelt durch Verbotsnormen (**siehe sogleich hinten**);
 - Minimierung von Interessenkonflikten durch die *Offenlegung* der Annahme von Vergütungen Dritter (**siehe hinten**);
- **Privatrechtlicher Rechtsschutz**, insb. Treue- und Sorgfaltspflicht gemäss **Art. 398 Abs. 2 OR**
→ *keine «Safe Harbor»-Regelung im Sinne des Ständerates (Wintersession 2016)*

Informationspflicht

- Finanzdienstleister **informieren** Kunden u.a. über (Art. 8 Abs. 2 lit. b und c FIDLEG)
 - die im Zusammenhang mit der angebotenen Finanzdienstleistung bestehenden **wirtschaftlichen Bindungen an Dritte**, soweit diese im Zusammenhang mit der Finanzdienstleistung zu einem Interessenkonflikt führen können (Art. 9 E-FIDLEV)
 - *Ermessensspielraum bezüglich der Erfüllung der Informationspflicht*
 - Finanzdienstleister informieren namentlich über
 - Art und Ursache des Interessenkonflikts (z.B. aufgrund der Annahme von Vergütungen Dritter, *siehe hinten*);
 - die organisatorischen und administrativen Vorkehrungen, die der Finanzdienstleister zur Verhinderung oder Bewältigung dieses Konflikts getroffen hat;
 - die Benachteiligungen, die nicht ausgeschlossen werden können und dem Kunden weiterhin verbleiben.
- das bei der Auswahl der Finanzinstrumente berücksichtigte **Marktangebot**
 - Finanzdienstleister informieren Kunden darüber, ob das bei der Auswahl von Finanzinstrumenten berücksichtigte Marktangebot nur **eigene** oder auch **fremde Finanzinstrumente** umfasst (Art. 10 E-FIDLEV).
 - Vgl. Art. 10 Abs. 2 und Abs. 3 E-FIDLEV für die Definition von «eigenes Finanzinstrument»

Kein Verbot

Umgang mit Interessenkonflikten (Art. 25 FIDLEG)

| Konstellationen | Vorgehen |
|---|--|
| Erlaubte | <p>Pflicht zu <u>organisatorischen Vorkehrungen</u> zwecks</p> <ul style="list-style-type: none"> – Vermeidung von Interessenkonflikten im Rahmen der Erbringung von Finanzdienstleistungen, oder – Verhinderung einer Benachteiligung des Kunden (vgl. Art. 25 E-FIDLEV) <p>Falls Benachteiligung des Kunden nicht oder nur mit unverhältnismässigem Aufwand verhindert werden kann:</p> <ul style="list-style-type: none"> – <u>Offenlegung</u> des Interessenkonflikts gegenüber Kunden in angemessener Weise (Art. 26 E-FIDLEV) → <i>Information kann standardisiert erfolgen</i> |
| Verbotene | <p><u>Art. 27 E-FIDLEV:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> – Churning – Front, Parallel und After Running – Manipulationen bei Dienstleistungen im Rahmen von Emissionen oder Platzierungen von Finanzinstrumenten |
| <p><u>Pflicht zur Dokumentation</u> von effektiven und potentiellen Interessenkonflikten (Art. 28 E-FIDLEV)</p> | |
| <p>Interne Regelung von <u>Mitarbeitergeschäften</u> (Art. 27 FIDLEG)</p> | |

4. Vergütungen Dritter

4. VERGÜTUNGEN DRITTER

Kein Retrozessionsverbot

Entschädigungen Dritter (Art. 26 FIDLEG)

| Konstellationen | Vorgehen |
|---------------------------------|---|
| Offenlegung und Verzicht | <u>Voraussetzungen</u> <ul style="list-style-type: none">– Ausdrückliche und vorgängige Information des Kunden über die Entschädigungen Dritter und– Verzicht des Kunden |
| | <u>Umfang und Zeitpunkt der Information</u> <ul style="list-style-type: none">– Art und Umfang der Entschädigung (falls Höhe des Betrages vorgängig nicht feststellbar, Information über Berechnungsparameter und Bandbreiten)– Information vor Erbringung der Finanzdienstleistung oder Vertragsabschluss |
| | <ul style="list-style-type: none">– Auf Anfrage des Kunden Offenlegung der effektiv erhaltenen Beträge |
| Weitergabe an Kunden | <ul style="list-style-type: none">– Vollumfängliche Weitergabe der von Dritten empfangenen Entschädigungen |

«Entschädigung» = **Leistungen**, die dem FDLer im Zusammenhang mit der Erbringung einer FDL **von Dritten** (auch Konzerngesellschaften, vgl. Art. 29 Abs. 2 E-FIDLEV) zufließen, insb. Courtagen, Kommissionen, Provisionen, Rabatte oder sonstige vermögenswerte Vorteile

4. VERGÜTUNGEN DRITTER

«En détail»

- Annahme von Vergütungen Dritter = **Spezialfall** eines («idealtypischen») **Interessenkonflikts** (vgl. Art. 24 lit. d E-FIDLEV)
 - Modalitäten der Entschädigung sollen so weit als möglich keine Anreize zu Interessenkonflikten des Finanzdienstleisters setzen (vgl. FINMA-RS 09/1 «Eckwerte zur Vermögensverwaltung», Rz. 13; SBVg-RL für Vermögensverwaltungsaufträge 2017, Art. 15)
 - Allerdings Aufsichtsrecht ohne umfassende Interessenwahrungspflicht
→ vgl. aber Art. 20 KAG, der ausserhalb des «Vertriebsbereichs» nicht aufgehoben wird
- Aufsichtsrechtliche **Annäherung** an privatrechtliche Retrozessions-Rechtsprechung des BGer
 - **Aber:** unabhängig von der Art der Finanzdienstleistung (auch *Execution-Only*-Geschäfte)
 - Auch wo kein IK-Potential?
- **Nicht-monetäre** Zuwendungen Dritter («Soft Dollars»)
 - z.B. Finanz-Research
 - Offenlegung, da sie von ihrer Natur her nicht an den Kunden weitergegeben werden können (Art. 29 E-FIDLEV) → *expliziter Hinweis auf Interessenkonflikt notwendig?*

5. Folgen für Service Offerings und Product Shelves

[BEILAGE] Relevante Faktoren...

| Relevante Faktoren (u.a.) | | | |
|---|---|--|--|
| Art der Finanzdienstleistung | Kundenspezifisch | Finanzdienstleister-spezifisch | Finanz- und produktökonomisch |
| <ul style="list-style-type: none"> – <i>Execution-Only-Geschäft</i> | <ul style="list-style-type: none"> – <u>Vereinbartes Produkteangebot</u> – Anlageziele – Investitionsvolumen (<u>Portfoliogrösse</u>) | <ul style="list-style-type: none"> – Verhandlungsmacht gegenüber Produktanbietern und Produktemittenten (z.B. hinsichtlich Rabatte) | <ul style="list-style-type: none"> – Grundsatz der Risikodiversifikation – Mindestinvestition etc. |
| <ul style="list-style-type: none"> – Anlageberatung – Vermögensverwaltung | <ul style="list-style-type: none"> – <u>Gebührenvereinbarung</u> mit Finanzdienstleister (z.B. «flat fee» oder Abrechnung auf Basis von Einzeltransaktionen) | <ul style="list-style-type: none"> – Annahme von <u>Vergütungen Dritter</u> | <ul style="list-style-type: none"> – Finanzinstrument hinsichtlich Pricing-Struktur etc. |



[BEILAGE] ...und potentielle Folgen



Potentielle Folgen für das Produkt- und Serviceangebot (u.a.)

| Grösse und Zusammensetzung | Preis | Provenienz | Qualität |
|---|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • <u>Produktangebot</u> hinsichtlich Anlageziele, Portfoliogrösse etc. | <ul style="list-style-type: none"> • «<u>Retail</u>» oder «<u>institutionelle</u>» Anlageklassen | <ul style="list-style-type: none"> • <u>Eigenes, fremdes oder gemischtes</u> Produkteuniversum (vgl. Art. 10 E-FIDLEV) | <ul style="list-style-type: none"> • Berücksichtigung von Kundenwünschen (z.B. «tailored» Derivate) |
| <ul style="list-style-type: none"> • <u>Anbieter und Emittenten</u> hinsichtlich Anlageziele, Portfoliogrösse etc. | <ul style="list-style-type: none"> • <u>Direkte oder indirekte Anlagen</u> (z.B. direkt in Zielfonds oder indirekt in «FoF») | | <ul style="list-style-type: none"> • Expertise, • Netzwerk und • Reputation des Finanzdienstleisters |
| <ul style="list-style-type: none"> • Einbezug «<u>retro-freier</u>» Produkte | <ul style="list-style-type: none"> • Produkten mit <u>Einfach- oder Mehrfach-Gebührenstruktur</u> | | |

Zwei Beispiele

- **Verhältnis zwischen Anlagekosten und Portfoliogrösse**
 - Für kleinere Anleger kann der Risikodiversifikationsgrundsatz gebieten, dass das Vermögen in *teurere* indirekte Finanzprodukte investiert wird (z.B. in passive Indexfonds).
 - Anleger mit grossen Portfolios können eine aus finanzökonomischer Sicht genügend hohe Streuung mittels Investitionen in *günstigere* Direktanlagen realisieren.
- **Verhältnis zwischen Gebührenstruktur und Portfoliogrösse**
 - Der Einsatz von Finanzprodukten mit Mehrfach-Gebührenstruktur kann für kleinere Anleger sinnvoll sein, wenn sie ohne deren Einsatz *keinen* Zugang zu den gewünschten Anlageprodukten und/oder Anlagemärkten erhalten würden (z.B. Spezialanlagen in Emerging Markets).
 - Anleger mit grossen Portfolios erfüllen in der Regel die Voraussetzungen von Mindestinvestition und «qualifizierter Anlegereigenschaft» und können deshalb eher Investitionen in Produkte mit Einfach-Gebührenstruktur tätigen.

Rechtliche Implikationen (I/III)

— Zivilrechtlich

- Finanzdienstleister **schulden** ihrem Kunden eine sorgfältige und getreue, d.h. *lege artis* Ausführung des ihm übertragenen (entgeltlichen) Geschäfts (vgl. Art. 398 Abs. 2 OR).
 - Geschuldet ist «umfassende» Interessenwahrung
 - Pflicht, mit angemessenem Aufwand den Markt nach geeigneten Finanzinstrumenten abzusuchen und ungeeignete Finanzinstrumente von vornherein auszuschliessen
 - Bei «**gleicher Qualität**» muss die günstigere der «angebotenen Dienstleistungen» gewählt werden (vgl. zitierte Lehrmeinung in BGE 138 III 755, E. 8.5).
 - Retro-Waiver ≠ Treuepflicht-Waiver
- **Qualitätskriterien**
 - Produktpreis, Gebührenmodell, Performance, Gegenparteiisiko / Reputation des Emittenten etc.
 - Muss das gewählte Produkt- oder Serviceangebot für den Kunden einen **erwarteten positiven Netto-Effekt** haben?
 - Dem Finanzdienstleister kommt beim «Qualitätsvergleich» ohne abweichende Weisung des Kunden naturgemäss ein **gewisses Ermessen** zu.
- **Verhandlungspflicht** mit Produkteanbietern und Produktemittenten?
 - Einhalten von «at arm's length»-Konditionen bei *konzerneigenen* Finanzinstrumenten

Rechtliche Implikationen (II/III)

– Aufsichtsrechtlich

- Art. 8 Abs. 2 lit. c FIDLEG statuiert *lediglich* eine **Informationspflicht** bezüglich des bei der Auswahl des Finanzinstruments berücksichtigten Marktangebots.
- Produkt- und Serviceangebot allenfalls relevant im Rahmen der **Angemessenheits- und Eignungsprüfung**, insbesondere falls keine «geeigneten» Finanzinstrumente zur Verfügung stehen. → *Warnpflicht des Finanzdienstleisters nach Art. 14 Abs. 2 FIDLEG*
- Selbstregulierung, z.B. SBVg-RL für Vermögensverwaltungsaufträge 2017
- «Falsche» Shelves – Zusammensetzung kann auch bei Einhaltung von Art. 26 FIDLEG gegen Art. 25 FIDLEG verstossen.
- Produkt- und Serviceangebot sind künftig Gegenstand des **aufsichtsrechtlichen Audits** gemäss Art. 24 FINMAG.
- Die schwerwiegende resp. systematische Verletzung von zivilrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten gegenüber Kunden kann die **Gewähr** eines Finanzdienstleisters infrage stellen (vgl. BGer 2A.230/1999, E. 5 b)).

Rechtliche Implikationen (III/III)

— Strafrechtlich

- Vermögensschädigung aufgrund eines «treuwidrigen» Produkt- und Serviceangebots kann den Tatbestand der **ungetreuen Geschäftsbesorgung** erfüllen (Art. 158 Ziff. 1 StGB), z.B.
 - aufgrund der Annahme und des Verschweigens von Retrozessionen durch einen Vermögensverwalter (vgl. BGE 144 IV 294);
 - wo bei zwei identischen Produkten das wesentlich teurere gewählt wird.

6. Fazit

Fazit (I/II)

- Der «**Best Execution**»-Grundsatz macht **keine Vorgaben** zum Produkt- und Serviceangebot eines Finanzdienstleisters. Der Grundsatz stellt lediglich die Anforderungen – in finanzieller, zeitlicher und qualitativer Hinsicht – an die *Ausführung* eines Kundenauftrages auf.
- Das FIDLEG enthält **kein grundsätzliches Verbot von Interessenkonflikten**, jedoch sind allfällige Interessenkonflikte offenzulegen und deren Folgen so weit wie möglich zu minimieren (für Ausnahmen **siehe vorne**).
- **Retrozessionen**: Standards gemäss BGer-Praxis sind vorsichtshalber auf alle Finanzdienstleistungen anzuwenden.
- Das FIDLEG enthält **keine** produkt- oder dienstleistungsbezogene Bestimmung, welche **inhaltliche Vorgaben zum Produkt- und Serviceangebot** eines Finanzdienstleisters macht. Das FIDLEG kennt allerdings Informationspflichten betreffend (i) wirtschaftliche Bindungen zu Dritten, (ii) berücksichtigtes Marktangebot und (iii) von Dritten empfangene Vergütungen, was *indirekt* das Produkt- und Serviceangebot eines Finanzdienstleisters beeinflussen kann.
- **Art. 25 FIDLEG** kann bei «falscher» Shelf-Zusammensetzung u.U. verletzt sein.
- Es gilt abzuwarten, welche Rolle den **Standesregeln** bei der Konkretisierung der Verhaltensregeln künftig (noch) zukommt.

Fazit (II/II)

- Im Vergleich zur heutigen Rechtslage, welche in erster Linie durch das Privatrecht bestimmt ist, stellt das **FIDLEG materiell keine neuen, unmittelbar geltenden Anforderungen** an das Produkt- und Serviceangebot.
- Ohnehin gilt weiterhin:
 - Ein Produkt- und Serviceangebot, das nicht im besten Interesse des Kunden ist, kann einen Verstoss gegen die zivilrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht darstellen und damit die **zivilrechtliche Haftpflicht** auslösen.
 - «Besonders schwere» Fälle einer Vermögensschädigung aufgrund eines «treuwidrigen» Produkt- und Serviceangebots können **strafrechtlich** relevant sein.

HERZLICHEN DANK

Ihre Ansprechperson



Sandro Abegglen

sandro.abegglen@nkf.ch

NKF