

Sekretariat der
Eidgenössischen Bankenkommission
Herr Dr. Oliver Zibung
Schwanengasse 12
Postfach
3001 Bern

Zürich, 10. November 2008

**Diskussionspapier der EBK
Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten**

Sehr geehrter Herr Dr. Zibung

Wir bedanken uns für die Gelegenheit, zum oben erwähnten Diskussionspapier Stellung nehmen zu dürfen.

Wir zählen zum angesprochenen Interessentenkreis, da wir uns als führendes Beratungsunternehmen für institutionelle Anleger wie namhafte Pensionskassen, staatliche und private Versicherungsgesellschaften, Unternehmen sowie vermögende Privatpersonen aus der Schweiz und aus dem Ausland bei der Beurteilung von Vermögensverwaltern, dem Aufsetzen von Anlagestrategien und den damit verbundenen Vertragsverhandlungen im Namen unserer Kunden zwangsläufig mit diesen Fragen auseinandersetzen haben.

Die von uns angebotenen Dienstleistungen umfassen den gesamten Anlageprozess und die Festlegung der Anlagestrategie sowie deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Portfoliostrukturierung und Selektion von Vermögensverwaltern bis hin zum Investment Controlling. Dabei legen wir grossen Wert auf Unabhängigkeit und Transparenz in der Beratung unserer Kunden und garantieren «Best Institutional Practice».

Wir begrüssen sehr, dass die EBK sich mit den Aspekten von Anreizsystemen und Interessenkonflikte im Vertrieb von Finanzprodukten vertieft auseinandersetzt und ein aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf in die eine oder andere Richtung als notwendig erachtet. Indifferenz einer Aufsichtsbehörde zu diesem Thema widerspricht ihrer Funktion. Wir sind der Auffassung, dass die EBK als Hüterin über die einwandfreie Geschäftsführung der ihr unterstellten Finanzdienstleistern regulierend aktiv werden soll. Auch im Interesse des Funktionsschutzes und eines nachhaltig stabilen Finanzmarktes und dessen guten Ruf ist dies unbedingt notwendig.

Es besteht die Gefahr, dass durch zu kurzfristig konzipierte Anreizsysteme Banken dazu verleitet werden, ihre Kundenportfolios zwecks kurzfristiger Gewinnmaximierung über Gebühr zu belasten. Dadurch wird der weltweite Ruf der Schweizer Banken als Hort der Sicherheit und Zuverlässigkeit untergraben. Die EBK sollte Schritte unternehmen, um die genannten Werte, welche für die Schweizer Volkswirtschaft von eminenter Bedeutung sind, nachhaltig zu erhalten oder gar zu stärken.

Allenfalls könnte zusätzlichen Regulierungsbedarf auf dem Gebiet des Konsumentenschutzes oder des unlauteren Wettbewerbs bestehen, auf welchen wir hier - da systemfremd - nicht eingehen.

Ausdrücklich betonen möchten wir, dass gestützt auf unsere Erfahrung der viel zitierte Bundesgerichtsentscheid zwar Auslöser der nun öffentlich geführten Diskussion über Entschädigungsmechanismen im Finanzmarkt war, das Thema unter den Beteiligten jedoch seit langem diskutiert wird. U.a. sind die (aufsichts-)rechtlichen Entwicklungen im Ausland (USA, UK (FSA) und in der EU) dafür ausschlaggebend gewesen.

Gestützt auf unsere langjährige Erfahrung und die sehr breite Marktübersicht können wir nur empfehlen, die Transparenz in der Kostenstruktur von Finanzprodukten zu fördern. Gespräche mit Investoren, selbst mit solchen mit grosser Nachfragemacht gegenüber Finanzdienstleistern (Banken, Effekthändler, Anlagefonds etc.), ergeben regelmässig, dass sie diesbezüglich unzufrieden sind: Es fehlt an Transparenz, was den Vergleich der Finanzprodukte untereinander schwierig macht und auch den Eindruck erweckt, die Finanzdienstleister würden zusätzliches Einkommen vor dem Kunden (Anleger) verheimlichen wollen. Mangels eindeutigen Regeln der Kooperation der Finanzdienstleister oder Ausweichmöglichkeiten müssen sich die Investoren jedoch mit den geltenden Zuständen abfinden.

Zu den von der EBK gestellten Fragen äussern wir uns wie folgt. Vorausschicken möchten wir, dass wir diese in erster Linie aus der Sicht von institutionellen Anlegern beurteilen.

1. Welche praktische Bedeutung haben die Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten für die am Vertrieb beteiligten Intermediäre und die institutionellen Anleger?

Als Aussenstehende können wir dies konkret nicht beurteilen. Die EBK stellt in ihrer Untersuchung offensichtlich keine nennenswerten Interessenskonflikte fest. Ob Organisationsvorgaben zur Verhinderung von Interessenkonflikten diese tatsächlich verhindern, müsste bestimmt noch genauer untersucht werden. Besonders befassen müsste man sich mit den informellen Anreizen.

Zutreffend ist, dass je nach Modell der Vermögensverwaltung die Interessenkonflikte stärker oder schwächer sein können. Grundsätzlich ist wohl realistisch davon auszugehen, dass die Vermögensverwaltung eher nach dem „pushing-System“ als nach dem „pulling“-System erfolgt. Vermutlich ist lediglich bei den „Execution only“-Verträgen ein Interessenkonflikt des Finanzdienstleisters effektiv existent. In allen anderen Fällen sind Interessenskonflikte ein Thema und zwar aufgrund folgender Beobachtung:

- Aufgrund unserer Funktion kennen wir sowohl die Leistung der Finanzprodukte sowie deren Kosten mit genügend guter Genauigkeit. Das institutionelle Geschäft ist gekennzeichnet durch höhere Anlagenvolumina und entsprechend tieferen prozentualen Vermögensverwaltungsgebühren im Vergleich zum Privatkundengeschäft.
- Es ist wesentlich festzustellen, dass die wichtigste Konkurrenz eines aktiv bewirtschafteten Produkts weniger ein anderes aktives, sondern vielmehr ein passives Produkt ist. Letztere werden – wegen dem fehlenden Gewinnpotential – zu deutlich tieferen Gebühren angeboten.

- Ein aktives Produkt wird vereinfacht gesagt dann erworben, wenn die erwartete Rendite des aktiven Mandates minus Verwaltungsgebühren deutlich grösser ist als die Marktrendite minus der tieferen Verwaltungsgebühr des passiven Mandats. Die Gebühren verändern, anders ausgedrückt, die Gewinnwahrscheinlichkeit eines Anlageprodukts. Je höher die Gebühren, desto unwahrscheinlicher ist es, dass ein passives Produkt nach Gebühren renditemässig geschlagen werden kann. Im institutionellen Bereich wählen darum immer mehr Investoren passive Mandate.
- Da die ausgewiesenen Verwaltungsgebühren im Privatkundengeschäft deutlich höher sind als im institutionellen Geschäft, würde man erwarten, dass Privatkunden einen höheren Anteil an passiven Mandaten in ihren Portfolios halten. In der Praxis ist aber das Gegenteil zu beobachten. Der Anteil entsprechender Anlagen ist in der Regel gering. Entsprechend muss an der objektiven Beratung der Banken in diesem Bereich gezweifelt werden. Es scheint, dass der Verkauf trotz aller Massnahmen Vorrang vor der Beratung hat. Dies ist ein klassischer Interessenkonflikt, der selbst mit Organisationsmassnahmen nicht aus der Welt geschaffen werden kann.
- Aktive Mandate können verkauft werden, weil der Anlageerfolg immer eine Mischung aus dem Marktertrag und dem Erfolg der aktiven Bewirtschaftung darstellt. Diese Mischung zu durchschauen und das Ergebnis zu beurteilen, ist für Laien sehr schwierig.

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 der Vertriebspartner befassen?

Siehe einleitende Bemerkungen oben.

3. Ist dabei möglichst ein „produkteunabhängiger“ Ansatz zu verfolgen, welcher alle aus Sicht der Anleger gleichwertigen Finanzprodukte einheitlich behandelt?

Auf jeden Fall empfehlen wir konsequente Transparenzvorschriften betreffend Kosten- und Vergütungsstruktur für alle Finanzprodukte, da der Investor in der Lage sein muss, die Kosten vergleichen zu können. Neu müssten deshalb auch die nicht regulierten strukturieren Produkte davon betroffen sein. Die allfällige Regulierung auf die reine Vertriebsentschädigung zu beschränken wäre eindeutig eine zu enge Betrachtungsweise.

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

Vorausgehend ist zu bemerken, dass die gestützt auf den Bundesgerichtsentscheid aktualisierten vertraglichen Bestimmungen in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen und den Depotreglementen, die gesetzliche Regelung von Art. 400 OR in der Hinsicht abändern, als dass die Finanzdienstleister den Erhalt von allfälligen Zahlungen Dritter, Vertriebsgebühr oder andere Kommissionen als möglich deklarieren und diese zwingend für sich beanspruchen. Verständlicherweise kommt dies bei den Kunden nicht besonders gut an und stiftet erheblichen Unmut. Die Kunden gehen gestützt auf solche Vertragsregeln - wohl zu Recht - davon aus, dass die Finanzdienstleister mehr als nur das Auftragshonorar verdienen, was sie misstrauisch betreffend der Unabhängigkeit und Aufrichtigkeit ihrer Vertragspartner macht. Es wäre besser, solche Leistungen Dritter/Vertriebsgebühren und andere Kommissi-

onen würden transparent und offen kommuniziert. Gegebenenfalls müssten die Gebühren für die Vermögensverwaltung angepasst werden.

Konkret zu den Fragen der EBK im Abschnitt 8 des Diskussionspapiers:

- a) Für die Durchsetzung oder Weiterentwicklung von Zivilrecht sind in der Tat der Gesetzgeber bzw. die Gerichte zuständig. Die EBK soll diese Rolle nicht übernehmen, doch muss sie sich dieser Frage trotzdem stellen, um ihrer Funktion gerecht zu werden. Es gilt zwar das Prinzip der Vertragsfreiheit aber wegen Informationsasymmetrien und der mangelnden Nachfragemacht der Anleger kann eine gesetzliche Regel, sofern sie der Parteidisposition untersteht, in den Verträgen letztlich zuungunsten der Anleger formuliert werden bzw. sein, wie dies im eingangs erwähnten Beispiel zu Frage 4. dargelegt wird. Sind rechtlich umstrittene oder selbst an sich klare Fragen zu klären, so müsste jeder Anleger für eine einzelne Frage den Rechtsweg beschreiten, was ihm unter den meisten Umständen verständlicherweise nicht zugemutet werden kann.

So gesehen soll sich die EBK nicht auf formale Kompetenzen berufen mit der Begründung, sie sei weder für zivilrechtliche noch konsumentenrechtliche Fragen zuständig, denn die umstrittenen Fragen treffen alle Anleger als Marktteilnehmer generell und sind - obwohl dem Zivilrecht zuzuordnen - auch im Finanzmarktrecht sehr relevant.

- b) Ein generelles Verbot von Vertriebsgebühren scheint uns i) nicht zielgerichtet, da sich im Markt alternative Ersatzvergütungen entwickeln werden und ii) unverhältnismässig.

Ein möglicher Ansatz wäre, eine Adäquanz zwischen Vertriebs- und Bestandespflegegebühren und der Gegenleistung durch den Vertreter bzw. Verkäufer („point of sales“) vorzuschreiben, was im Rahmen des heutigen Konzeptes bislang nicht oder allenfalls unter dem Aspekt von Art. 400 OR thematisiert wurde.

Unangetastet blieb in allen öffentlichen Diskussionen auch die Frage, inwiefern konzerninterne Verrechnungszahlungen für den Vertrieb von „konzernerneigenen“ Fonds wie eine Vertriebsgebühr eines Dritten zu behandeln sind. Aus Gründen der Kostentransparenz ist dies wünschenswert.

Schliesslich ist im Sinne einer *Kostentransparenz* nicht sinnvoll, dass die bislang aufgeschobene quantitative Aufschlüsselungspflicht von Verwaltungskommissionen nach Bestandteil Leitung, Asset Management und Vertrieb nun, wie von der EBK vorgeschlagen, vollständig fallengelassen werden soll. Der Anleger soll wissen, wie die Verwaltungsgebühr konkret verwendet wird. Immerhin trägt er diese Kosten.

- c) Wie eingangs zu Frage 4. bereits erörtert, haben die meisten Institute die Leistungen Dritter und Vertriebsgebühren aus dem Fondsgeschäft inzwischen vertraglich und wie dort beschrieben geregelt. In allen Fällen wird die Ablieferungspflicht von Leistungen Dritter, insbesondere Vertriebsgebühren an den Kunden (Anleger), vertraglich wegbedungen. Allerdings erfüllt dies nur formal die Anforderungen an Transparenz, da - so unsere Erfahrung - fast alle Finanzdienstleister nicht bereit sind, diese vertraglichen Regeln zugunsten der Kunden abzuändern, z.B. Auskünfte über den *konkreten* Umfang und die Höhe zu geben oder gar die Ablieferung der Einkünfte zu vereinbaren.

Eine Produkttransparenz wird dann nur sinnvoll sein, wenn sie umfassend ist und nicht neue Kommissionen bzw. Vergütungen unter einem anderen Titel eingeführt werden können, die nicht unter die neue Regulierung fallen. Aufgrund unserer Marktübersicht

vermuten wir sodann, dass die Kosten unter zwingenden Transparenzvorschriften bei allen Anbietern ungefähr gleich sein werden, so dass diese dem Kunden (Anleger) keinen weiteren Vorteil bringen werden.

Konkret müsste die Produkttransparenz sowohl vorgängig wie nachträglich gewährleistet sei, ebenso müsste die genaue Höhe der einzelnen Kommissionen/Gebühren genannt werden. Bandbreiten oder Berechnungsparameter sind für die Bedürfnisse und Ansprüche der Kunden (Anleger) zu ungenau. Hier sind aber Kosten und Nutzen sorgfältig abzuwägen.

- d) Zur Untermauerung ihres vorläufigen Vorschlages verweist die EBK auf das geltende EU-Recht und die Gefahr einer Wettbewerbsverzerrung. Wir sind der Auffassung, dass das EU-Recht als Benchmark gelten kann - jedoch nicht, dass dies auch der absolute oberste Zielwert von Regulierung sein soll. Erstens ist die Schweiz nicht Mitglied der EU und zweitens würde damit auch eine zentrale Bestimmung des Auftragsrechts (Art. 400 OR und BGE 132 II 460) durch den autonomen Vollzug von EU-Recht für alle Finanzmarktverträge, die dem Auftragsrecht unterstehen, ausser Kraft gesetzt werden, was systemfremd und unverhältnismässig ist.

Wir hoffen, Ihnen mit dieser Stellungnahme gedient zu haben.

Freundliche Grüsse

PPCmetrics AG



Dr. Franz Schumacher
Partner

Dr. Eliane Menghetti
Legal Consultant