

Sekretariat der Eidg. Bankenkommision
Dr. Oliver Zibung
Schwanengasse 12
Postfach
CH-3001 Bern

oliver.zibung@ebk.admin.ch

Gsch. Nr.

Dok. Nr.

Eingang: 12. Nov, 2008

FSC 10

SB: 210

Registrator:

Kopie an:

Zürich, 10. November 2008

Öffentliche Anhörung zum Diskussionspapier „Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten“ vom August 2008

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf das auf Ihrer Website veröffentlichte Schreiben vom 5. September 2008, mit dem Sie eine öffentliche Anhörung zu den Anreizsystemen und Interessenkonflikten beim Vertrieb von Finanzprodukten eröffnen und interessierten Kreisen Frist bis 10. November 2008 ansetzen, um ihre Stellungnahmen zu den im Diskussionspapier aufgeworfenen Fragen einzureichen.

1. Einleitende Bemerkungen

Sie halten in Ihrem Schreiben fest, dass die EBK es aufgrund ihrer Abklärungen als nicht zielführend erachtet, eine Änderung des geltenden Vertriebsmodells für Finanzprodukte durch ein Verbot von Vertriebsvergütungen zu erzwingen. Zur Erhöhung der Transparenz schlägt die EBK eine stärkere Transparenz über Vertriebsvergütungen gegenüber den Endkunden vor. Dies soll durch eine Information der Vermögensverwalter über die Existenz und die Berechnung von Leistungen Dritter sowie den Umgang mit allfälligen Interessenkonflikten erfolgen. Auf Anfrage der Kunden soll zudem die Höhe der bereits erhaltenen Leistungen Dritter offen gelegt werden, soweit diese individuell ausgewiesen werden können.

Dem Zweck unseres Verbandes entsprechend bezieht sich unsere Stellungnahme ausschliesslich auf Aspekte von Anreizsystemen und Interessenkonflikten, die beim Vertrieb von strukturierten Produkten entstehen können. Entsprechende Aussagen über andere Finanzinstrumente erfolgen nur, um Unterschiede oder Parallelen aufzuzeigen.

Wir haben grundsätzlich Verständnis für das Bestreben der EBK, mit geeigneten aufsichtsrechtlichen Massnahmen dafür zu sorgen, dass Endkunden über allfällige Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzinstrumenten informiert werden. Wir unterstützen dabei die Auffassung der Aufsichtsbehörde, dass allenfalls bestehende Unzulänglichkeiten mittels Transparenzvorschriften für den Verkauf der Produkte an den End-

kunden am „Point of Sale“ gelöst werden müssen. Nur jener Finanzmarktteilnehmer, der im unmittelbaren Kontakt zum Endkunden steht, kann diesen effizient und richtig über allfällige Interessenkonflikte und den Umgang damit aufklären.

Eine weitergehende Regulierung würde unsere Erachtens mit dem im FINMAG stipulierten Grundsatz nicht im Einklang stehen, wonach die Aufsichtsbehörde nur reguliert, soweit dies mit Blick auf die Aufsichtsziele nötig ist, und sie dabei insbesondere die Kosten für die Beaufsichtigten und die Auswirkungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit berücksichtigen muss. Wie die EBK halten wir deshalb Radikallösungen wie ein allgemeines Verbot von Vertriebsvergütungen ebenso für den falschen Weg, wie die Erhöhung der Transparenz auf der Stufe Produkt. Die im Bericht dagegen vorgebrachten Argumente treffen ganz besonders für strukturierte Produkte gemäss Art. 5 KAG zu.

Zur Erörterung unseres Standpunkts äussern wir uns im Folgenden gerne zu den durch die EBK aufgeworfenen Fragen.

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

2.1. Allgemeine Vorbemerkung

Im EBK-Bericht wird die Bedeutung von strukturierten Produkten dargelegt. Gerade in schwierigen Finanzmärkten wie den heutigen bieten strukturierte Produkte dem Anleger Vorteile, die wir hier gerne hervorheben möchten:

- Sie erlauben aufgrund der geringen „Time-to-Market“ rasch und flexibel auf die Lage an den Märkte zu reagieren;
- Aus der grossen Vielfalt an Produkten kann der Anleger jene Strukturierung wählen, die seinem Risikoprofil entspricht;
- Der Anleger kann mittels strukturierter Produkte auch in stagnierende oder fallende Märkte investieren.

Gemäss der durch die EBK aufgezeigten Wertschöpfungskette im Vermögensverwaltungsgeschäft erwerben Privatkunden strukturierte Produkte regelmässig nicht beim Emittenten selber, sondern über Intermediäre wie Vermögensverwalter, Anlageberater oder Privatbanken. Wie im EBK-Bericht richtig festgehalten wurde, arbeiten die Emittenten mit diesen Intermediären zusammen, um Privatkunden die für diese am besten geeigneten Produkte zur Verfügung zu stellen. Da die Emittenten beim Verkauf von strukturierten Produkten an institutionelle Anleger kaum je die Dienste von Intermediären in Anspruch nehmen, gehen wir darauf nicht näher ein.

Für ihre Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Vertrieb der strukturierten Produkte, welche weit über die reine Kaufsvermittlung hinausgehen, beziehen die Inter-

mediäre von den Emittenten regelmässig eine Vergütung. Diese bemisst sich zumindest teilweise am Erfolg, d.h. an den Verkaufsvolumen beziehungsweise am investierten Kapital.

Es besteht unseres Erachtens kein Anlass, diese Vertriebsstruktur für strukturierte Produkte grundsätzlich in Frage zu stellen. Der Markt funktioniert. Der starke Wettbewerb unter dem Emittenten und den Vertriebssträger führt zu grosser Innovationskraft und gewährleistet letztlich, dass der Endkunde die besten Produkte zum Marktpreis erhält.

2.2. Anreizsysteme

Anreize zum Vertrieb von strukturierten Produkten können dem Vertriebssträger entweder vom Emittenten oder vom Endkunden angeboten werden.

Die Zahlung von Vertriebsvergütungen durch die Emittenten führt nur dann zu einem für den Endkunden nachteiligen Anreiz, wenn sie den Vertriebssträger zum Erwerb eines strukturierten Produkts für den Kunden motivieren, *ohne* dabei den eigentlichen Vorteil des Kunden zu berücksichtigen. Wie die EBK ausführt, sind solche Konstellationen jeder Geschäftsbeziehung inhärent und daher einzig dann problematisch, wenn sich der durch das Anreizsystem geschaffene Interessenkonflikt zum Nachteil des Kunden auswirken kann und der Konflikt dem Kunden nicht ausreichend bewusst ist¹.

Würde man den Emittenten verbieten, Vertriebsentschädigungen an die Intermediäre zu bezahlen, müsste der Endkunde die oben beschriebenen Leistungen der Intermediäre im Zusammenhang mit dem Vertrieb von strukturierten Produkten direkt entschädigen. Möglicherweise wären den Anlegern dann die Mechanismen der Vergütung und der damit geschaffenen Anreize in aller Regel bewusster. Allerdings würde sich dadurch der Aufwand für Kunde und Intermediär erhöhen (z.B. Vertragsdokumentation, Einzelvergütungen usw.), ohne dass sich die Dienstleistungsqualität verbessern würde.

Unter dem Aspekt von Anreizen aus Vergütungen unterstützen wir daher die Stossrichtung der EBK, mittels des Entwurfes des Rundschreibens „Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard“ (nachfolgend „*Entwurf Eckwerte zur Vermögensverwaltung*“) Transparenz betreffend Entschädigungen Dritter an Vermögensverwalter herzustellen.

Allerdings erachten wir die Regelung in Ziffer 29 des Entwurfes Eckwerte zur Vermögensverwaltung betreffend Leistungen ohne inneren Zusammenhang mit dem Kundenauftrag nicht für notwendig: In Bezug auf Leistungen, die der Vermögensverwalter ausschliesslich bei Gelegenheit der Auftragsausführung erhält, ist er nie ablieferungspflichtig². Eine diesbezügliche Klarstellung im Vermögensverwaltungsvertrag erübrigt sich unseres Erachtens bereits gestützt auf die allgemeinen Grundsätze des Auftragsrechts.

¹ Diskussionspapier, S. 25.

² Vgl. Diskussionspapier, S. 64.

2.3. Interessenkonflikte

Aus der marktüblichen Vertriebsstruktur für strukturierte Produkte ergeben sich Interessenkonflikte dann, wenn der Intermediär gleichzeitig Beauftragter der Endkunden ist und die von den Emittenten erhaltene Vertriebsvergütung nicht an den Privatkunden weiterleitet.

a. Offenlegung von Interessenkonflikten durch Vertriebsträger

Wir gehen mit der EBK einig, dass allfällige weitere Transparenzvorschriften in Bezug auf die Offenlegung von aktuellen oder potentiellen Interessenkonflikten - wenn überhaupt - auf Stufe Verkauf und Vertrieb anzusetzen sind. Dabei ist zu beachten, dass der Unterbindung und Offenlegung von Interessenkonflikten in letzten Jahren generell vermehrt Beachtung geschenkt wurde. So beinhalten Art. 20 KAG und Art. 11 BEHG sogenannte Treue- und Informationspflichten, welche die unterstellten Institute zu organisatorischen Massnahmen, welche eine Benachteiligung durch Interessenkonflikte ausschliessen, oder zur Offenlegung verpflichten. Weiter sieht das Rundschreiben der EBK betreffend Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel diverse Pflichten und Mechanismen zur Behandlung von Interessenkonflikten vor.

Intermediäre, welche den Vorschriften des KAG³ oder des BEHG⁴ unterstellt sind, haben die geforderte Transparenz betreffend Interessenkonflikte regelmässig bereits gestützt auf Vorschriften dieser Erlasse oder ihrer Ausführungsvorschriften einzuhalten und richten ihre Organisation dementsprechend aus. Diesbezüglich besteht unseres Erachtens kein Handlungsbedarf.

Vermögensverwalter, die der Aufsicht der EBK nicht unterstellt sind, sind in ihrer bisherigen Tätigkeit ausschliesslich an die aus dem Zivilrecht resultierenden Sorgfalts- und Treuepflichten gebunden. Der Verband selber hat deshalb bereits in einer Empfehlung „Offenlegung von Vertriebsentschädigungen“ aus dem Jahre 2007 seinen Mitgliedern nahegelegt, mit nicht den strengen aufsichtsrechtlichen Vorschriften unterliegenden Vertriebsträgern schriftliche Vereinbarungen abzuschliessen, in denen diese verpflichtet werden, Anlegern allfällige Interessenskonflikte unaufgefordert offen zu legen.

Wir befürworten daher die Festlegung eines Mindeststandards durch die EBK auch für diese Marktteilnehmer. Es ist jedoch zu beachten, dass eine retrospektive Rechenschaftsablage in der Praxis kaum oder nur mit grossen Schwierigkeiten umsetzbar wäre, zumal die erbrachten Leistungen von Dritten oft nicht eindeutig der einzelnen Kundenbeziehung zugewiesen werden können⁵. Ziffer 32 des Entwurfes Eckwerte zur Vermögensverwaltung ist deshalb unseres Erachtens zu streichen.

³ Beziehungsweise der durch die EBK als Mindeststandard anerkannten Richtlinien der SFA.

⁴ Sowie den Verhaltensregeln für Effektenhändler gemäss den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 22. Januar 1997.

⁵ Vgl. PETER NOBEL/ISABEL STIRNIMANN, SZW 2007, S. 348.

b. Keine Transparenzvorschriften auf Stufe Produkt

Eine Verschärfung der Transparenzvorschriften auf der Stufe Produkte wäre unseres Erachtens kein geeignetes Mittel, um allfällige Interessenkonflikte zwischen Vertriebs-trägern und Endkunden offen zu legen. Der Emittent eines Produkts kontrolliert in den wenigsten Fällen die gesamte Vertriebskette der durch ihn emittierten Finanzinstru-mente. In seinem Prospekt könnte er somit einzig jene Vergütungen aufzeigen, welche zwischen ihm und seinem Vertragspartner fliessen. Allfällige weitere Zahlungen durch den Vertragspartner an Dritte bzw. die daraus resultierenden Interessenkonflikte für den Endkunden sind für ihn deshalb nur beschränkt vorherseh- und kontrollierbar. Eine Regelung auf Stufe Produkt ist deshalb nicht praktikabel.

Weiter ist darauf hinzuweisen, dass für strukturierte Produkte in den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung⁶ bereits Vorschriften zur Offenlegung der Rück-zahlungsmodalitäten sowie der nach Emission beim Erwerber erhobenen Entschädi-gungen im vereinfachten Prospekt bestehen. Schliesslich hat auch der Verband in der oben bereits erwähnten Empfehlung festgehalten, dass in den Term Sheets und Vereinfachten Prospekten zu strukturierten Produkten offen gelegt werden sollte, ob Dritten eine Vertriebsentschädigung bezahlt wird.

3. Soll sich die EBK als Aufsichtsbehörde über Banken und Wertschriften-märkte vermehrt mit diesen Fragen und generell mit dem Vertrieb von Fi-nanzprodukten und den Rahmenbedingungen für Vertriebspartner befassen?

Wir begrüssen die Verfassung des vorliegenden Diskussionspapiers und die damit ver-bundenen Recherchen durch die EBK. Als Aufsichtsbehörde über Banken, Effekten-händler und Anlagefonds verfügt die EBK über vertiefte Kenntnisse über die Tätigkei-ten und die Organisation einer Vielzahl von Instituten im Finanzbereich. Positiv werten wir auch die Erkenntnis der EBK, dass die Banken – und damit auch die Emittenten von strukturierten Produkten in der Schweiz – bereits geeignete Massnahmen zur Ad-ressierung von Interessenkonflikten getroffen haben⁷. Wir erlauben uns, ergänzend auf die Tätigkeit unseres Verbandes und insbesondere auf unsere Empfehlung „Offen-legung von Vertriebsentschädigungen“ zu verweisen. Wir sind mit der EBK der Auffas-sung, dass für Emittenten von strukturierten Produkten keine zusätzlichen organisato-rischen Vorgaben zum Umgang mit Interessenkonflikten geboten sind.

Ein allfälliger Handlungsbedarf betreffend finanzielle Anreizsysteme und die damit ver-bundenen Interessenkonflikte besteht vornehmlich bei jenen Vertriebsträgern (Points of Sale), die nicht der EBK-Aufsicht unterstellt sind. Mit ihrem Entwurf Eckwerte zur Ver-mögensverwaltung und der dort statuierten Offenlegungspflicht für Entschädigungen in der Vermögensverwaltung klärt die EBK unseres Erachtens bestehende Unsicherhei-ten in ausreichendem Ausmass. Die Anwendbarkeit des Entwurfes Eckwerte zur Ver-

⁶ Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten, Juli 2007, Ziffer 5 lit. c.

⁷ Diskussionspapier, S. 83.

mögensverwaltung auf Banken und damit beaufsichtigte Institute, wäre unseres Erachtens allein aus Gründen der Erhöhung der Transparenz beim Vertrieb von Finanzprodukten nicht erforderlich.

Eine weitergehende Regulierung, insbesondere auf Stufe Produkt angesetzte zusätzliche Verpflichtungen der Emittenten von Finanzprodukten, könnte zu einer von internationalen Standards abweichenden Regulierung und damit zu erheblichen Nachteilen für grenzüberschreitend tätigen Schweizer Emittenten von strukturierten Produkten führen.

Wir unterstützen infolge der erwähnten Tatsachen eine periodische Standortbestimmung durch die EBK in Bezug auf den Vertrieb von Finanzprodukten. Die Prüfung einer umfassenderen Regulierung ist unseres Erachtens im gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch nicht angebracht und könnte ausschliesslich in Einklang mit Entwicklungen auf europäischer Ebene durchgeführt werden.

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

Gestützt auf unsere Ausführungen in Ziffer 2 und 3 dieser Stellungnahme sind wir der Ansicht, dass eine Erhöhung der Transparenz für Interessenkonflikte nicht auf Stufe Produkt, sondern - wenn überhaupt - auf Stufe Verkauf und Vertrieb zu erfolgen hat. Ein solches Vorgehen birgt nicht nur den Vorteil, dass die Aufklärung der Endkunden in jenem Stadium erfolgt, in welchem das Vorliegen von Interessenkonflikten besonders wahrscheinlich ist. Zusätzlich steht dieser Ansatz auch im Einklang mit der europäischen und U.S.-amerikanischen Regulierung von Interessenkonflikten im Zusammenhang mit Vertriebsvergütungen.

Wie die EBK in ihrem Diskussionspapier ausführt, ist die Regelung von Anreizen in Art. 26 der MiFID-Durchführungsrichtlinie auf eine Offenlegung am Point of Sale ausgerichtet. Abs. 2 dieser Bestimmung hält für Wertpapierdienstleister die Pflicht fest, ihre Kunden über allfällige Zahlungen von Dritten zu informieren. Die europäische Regelung beschränkt sich dabei auf die Festlegung dieser Offenlegungspflicht durch den Wertpapierdienstleister. Eine Herausgabepflicht der erfolgten Zahlung oder die Information im Prospekt des Finanzprodukts sind in der Richtlinie hingegen nicht vorgesehen.

Auch die Regulierung der Vertriebsvergütungen in den USA folgt dem Ansatz der Offenlegung am Point of Sale. Gemäss heute gültiger Rule 10b-10 des Securities Exchange Act haben Wertpapierdienstleister gegenüber ihren Kunden die mit einer Transaktion verbundenen Entschädigungen offenzulegen. Ein Vorstoss der Securities and Exchange Commission⁸ strebt für spezifische Finanzinstrumente eine Verschärfung dieser Informationspflichten an und setzt dabei ebenfalls am Point of Sale an⁹.

Der Vertrieb von Finanzprodukten kann allerdings dann nicht mehr produktunabhängig reguliert werden, wenn die Struktur der jeweiligen Arten von Finanzinstrumenten einer

⁸Act Release No. 49148 sowie Act Release No. 51274.

⁹ NOBEL/STIRNIMANN (Fn.5), Fn. 75.

einheitlichen Regelung entgegensteht. Insbesondere beschreibt die EBK zutreffend, dass strukturierte Produkte keine eigenständigen und abgeschlossenen Anlagevehikel sind, „sondern ein strukturiertes und an Bedingungen geknüpftes Zahlungsverprechen des Emittenten“ darstellen¹⁰. Die Vorkehrungen, die der Emittent eines strukturierten Produkts zur Einhaltung seines Zahlungsverprechens gegenüber dem Endkunden trifft, sind damit für den Endkunden – anders als bei Anlagefonds, bei denen die Fondsleitung das Fondsvermögen effektiv im Sinne der durch den Fonds gewählten Anlagestrategie zu investieren hat – irrelevant.

Unseres Erachtens berücksichtigt die durch die EBK vorgeschlagene Offenlegung von Vertriebsvergütungen in Ziffer 28 ff. des Entwurfes Eckwerte zur Vermögensverwaltung die Charakteristika von strukturierten Produkten in angemessener Weise. Wir unterstützen daher den produkteunabhängigen Ansatz der EBK in seiner vorliegenden Ausgestaltung. Bei einer weiterreichenden Einführung von Offenlegungspflichten für strukturierte Produkte wäre jedoch äusserst sorgfältig zu prüfen, ob damit nicht in die rechtliche Struktur der strukturierten Produkte gemäss Art. 5 KAG eingegriffen und die Abgrenzung gegenüber den der Aufsicht der EBK unterstellten Anlagefonds erschwert würde.

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

Ein Eingreifen der EBK in die bestehende Vertriebsstruktur von Finanzinstrumenten hat abzuwägen zwischen den Interessen der Beteiligten an der Aufrechterhaltung des bestehenden Systems und dem Bedürfnis der Endkunden an einer Beratung und Vermögensverwaltung, die nicht durch Eigeninteressen des Intermediärs beeinflusst wird. Wir sind der Auffassung, dass die EBK diese Abwägung unter Einbezug von internationalen Entwicklungen und der involvierten Bedürfnisse und Interessen sachgemäss vorgenommen hat und zu einem dem Finanzplatz Schweiz dienenden Ergebnis gekommen ist. Wir unterstützen das Ergebnis der EBK, aufsichtsrechtliche Vorschriften für eine verstärkte Transparenz ausschliesslich für den „Point of Sale“ zu erlassen.

Als verfehlt würden wir hingegen die Einführung eines Verbots von Vertriebsentschädigungen erachten. Diese Massnahme hätte die Neustrukturierung des bestehenden Vertriebs- und Vergütungssystems zur Folge und würde auch dem Endkunden keine wesentlichen Vorteile verschaffen. Nicht zum Ziel führen würde weiter auch eine Ausdehnung der Transparenzvorschriften auf Stufe Produkt. Eine massgebliche Verbesserung des Informationsniveaus der Endkunden wird einzig durch die von der EBK vorgesehene Statuierung von Offenlegungspflichten am „Point of Sale“ erreicht, wobei wir angesichts der bestehenden Transparenzvorschriften sowie des Kenntnis- und Informationsstandes der Kunden bezüglich Vertriebskanäle hinterfragen möchten, ob ein weiterer Regulierungsbedarf überhaupt besteht.

Die in Ziffer 28 ff. des Entwurfes Eckwerte zur Vermögensverwaltung festgelegten Informationspflichten für Vermögensverwalter erfüllen die Anforderungen an eine ausrei-

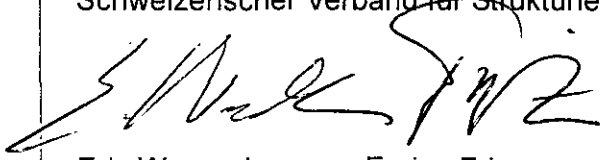
¹⁰ Diskussionspapier, S. 44.

chende Transparenz im Bereich von Vertriebsentschädigungen für Finanzprodukte. Allerdings sind wir gestützt auf unsere Ausführungen der Auffassung, dass die vertragliche Regelung von Leistungen, welche der Vermögensverwalter bei Gelegenheit der Auftragsausführung erhält weder auftrags- noch zivilrechtlich gefordert werden kann. Ausserdem verhilft die Pflicht zur Offenlegung der Höhe bereits erhaltener Leistungen Dritter¹¹ dem Endkunden zu keiner erheblich besseren Einschätzung der Unabhängigkeit seines Vermögensverwalters. Wir schlagen daher die Streichung dieser beiden Ziffern vor.

Für allfällige Fragen steht Ihnen der Rechtsunterzeichnende jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte



Eric Wasescha

Enrico Friz

¹¹ Ziffer 32 des Entwurfes Eckwerte zur Vermögensverwaltung.