

# **Vergütungsmodelle in der Vermögensverwaltung**

**Sandro Abegglen**

**Zürich, 18. Juni 2008**

# Agenda

- Hohe Aktualität des Themas
- Privatrechtliches zum Vermögensverwaltungshonorar (VV-H)
- Regulatorische Restriktionen
- Retrozessionen
  - Begriff der Retrozession - Prüfschema
  - Retrozessionen im Bankkonzern
  - Verzicht auf Retrozessionen
  - Zahlen von Retrozessionen
- Alternative Vergütungs- und Verwaltungsmodelle

# Hohe Aktualität des Themas

- BGE 132 III 460 ff. (Retro-Urteil); Art. 19 MiFID und Art. 26 Durchführungsrichtlinie
- Realistischere Einschätzung der langfristigen Anlageperformance seit Platzen der *New Economy Bubble*
- Öffentliche Diskussion über Sicherung Altersvorsorge
- Risiken von hoch rentierenden Anlagen vermehrt erkannt
  - Tendenz zu sicheren Anlagen mit tieferer Performance?
  - Anlagekosten wichtiger
- Prüfung bestehender Vergütungsmodelle auf Alternativen hin

# Hohe Aktualität des Themas

- Performance von CH Aktien und Obligationen von 1926-2007:

	<i>Real</i> (annualisiert)	<i>Nominal</i> (annualisiert)
Aktien	<b>7,76 %</b>	<b>10,14 %</b>
Obligationen	<b>2,26 %</b>	<b>4,48 %</b>

*Quelle:* Pictet & Cie., Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2007), Januar 2008, Darstellung 1

# Privatrechtliches zum VV-H

- VV-H: Verwaltungshonorar und mit der Verwaltung zusammenhängende Gebühren
- Vermögensverwaltungsvertrag: Auftragsrechtliche Regeln (OR 394 ff.) anwendbar
- Zwei Arten von Aufträgen:
  - ↙ *unentgeltlicher Auftrag*
    - Auslagen-/Verwendungsersatz (OR 402 I)
  - ↘ *entgeltlicher Auftrag*
    - Honorar (OR 394 III)
    - Auslagen-/Verwendungsersatz (OR 402 I)

# Privatrechtliches zum VV-H

- Entgeltlicher Auftrag

*„Eine Vergütung ist zu leisten, wenn sie verabredet oder üblich ist.“*

*(OR 394 III)*

- Vereinbarung einer Vergütung

- übereinstimmende gegenseitige Willensäusserungen (OR 1 I)
- ausdrücklich oder stillschweigend (OR 1 II)
- formfrei möglich (schriftlich oder mündlich)
- Standesregeln des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV): schriftliche Vereinbarung nötig
- bei Auftragserteilung oder später möglich
- Beweislast: Beauftragter (Vermögensverwalter)

# Privatrechtliches zum VV-H

- Entgeltlicher Auftrag

*„Eine Vergütung ist zu leisten, wenn sie verabredet oder üblich ist.“*

*(OR 394 III)*

- Üblichkeit einer Vergütung
  - Verkehrsübung; Sitte im Geschäftsverkehr
  - Kenntnis der Verkehrsübung durch Parteien nicht nötig
  - Indiz für Üblichkeit/Entgeltlichkeit: Berufsmässige Ausübung (→ Vermögensverwalter)
  - Beweislast: Beauftragter (Vermögensverwalter)
- Relevanz: z.B. Anlageberatung durch Bank, die nicht explizit vereinbart ist  
→ i.d.R. separate Vergütung unüblich (Haftung trotzdem, vgl. BGE 133 III 103, Erw. 7.2)

# Privatrechtliches zum VV-H

Höhe des Honorars:

- beliebig vereinbar (Vertragsfreiheit, Privatautonomie)
  - Höhe muss bestimmt oder bestimmbar sein
  - Schranken: Willensmängel (OR 23 ff.), insb. Grundlagenirrtum; theoretisch: Verstoss gegen die guten Sitten (OR 20 I), Übervorteilung (OR 21), Schutz vor übermässiger Bindung (ZGB 27 II)
- bei fehlender Abrede oder ungenügender Bestimmtheit/-barkeit: Ortsüblichkeit, Berufstarife (z.B. Standesregeln VSV)

# Regulatorische Restriktionen

- Aufsichtsrecht setzt Regeln für VV-H
- KAG/KKV, EBK-Praxis und Standesrecht (SBVg, SFA)
  - von EBK-regulierten Instituten jederzeit einzuhalten
  - Einhaltung kontrolliert durch aufsichtsrechtliche Prüfgesellschaft
  - Schwere / wiederholte Nichtbeachtung als Gewährspflichtverletzung
- Bedeutung VSV-RL: Standesregeln für VSV-Mitglied, deren Verletzung zu standesrechtlichen Sanktionen führt
- VSV-RL: Nicht relevant für Banken, Effekthändler und KAG-VV

# Regulatorische Restriktionen

- Vermögensverwaltungs-RL Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg)
  - Zweck: „Kunden, die ihre Gelder Schweizer Banken anvertrauen, sollen sich darauf verlassen können, dass ihre Vermögen professionell und in ihrem Interesse verwaltet werden.“ (Präambel)
  - Erfordernis der Schriftform für den VV-Vertrag
  - Honorarvereinbarung nicht explizit angesprochen
  - Jedoch muss Bank Kunden über Inhalt Auftrag orientieren
    - ➔ auch über Honoraraspekte (SBVg-VVRL I.1.)
- Pendent: Verhaltensregeln für VV von kollektiven Kapitalanlagen: allg. Treuepflichten; Honorar nicht explizit behandelt, abgesehen von Pflicht zu expliziter Regelung

# Regulatorische Restriktionen des VV-H

- Fondsleitungen und Kollektive Kapitalanlagen
  - Äusserst detaillierte Regulierung in KAG, KKV, KKV-EBK, EBK-Praxis und durch Selbstregulierung der Swiss Funds Association (SFA) auf Stufe Institut (Anbieter) und Produkt (Fonds)
  - Fondsleitung handelt und entscheidet unabhängig und ausschliesslich im Interesse der Anleger
    - Offenlegung nicht nur von Risiken und Performance, sondern auch Kosten der Fondsanlage  
(SFA Verhaltensregeln für schweizerische Fondswirtschaft, Entwurf Dezember 2007)
  - SFA RL Transparenz Verwaltungskommissionen (Überarbeitung pendent)

# Regulatorische Restriktionen

- **Performance Fee:**
  - Früher: Komplexe Restriktionen (*Hurdle Rate, Benchmark, High Water Mark*) gemäss Anhang II der EBK-Wegleitung für Gesuche und Bewilligungen. Dieser Anhang ist seit November 2007 aufgehoben. Die EBK verzichtet - von Missbrauchsfällen abgesehen - neuerdings also darauf, inhaltlich auf Preise einzuwirken. Mit dem Anhang II ist auch das Verbot von Performance Fees bei Immobilienfonds weggefallen
- **Verbot des „Double Dip“:**
  - Zwingende Reduktion der Verwaltungskommission bei Investition der kollektiven Kapitalanlagen in mit Fondsleitung/Gesellschaft verbundene Zielfonds (Art. 31 Abs. 4 KKV)
- **TER/PTR:**
  - TER/PTR-Kennzahlen sind im vereinfachten Prospekt und im Jahresbericht offenzulegen (SFA-Richtlinie betreffend Offenlegung der TER/PTR vom 16. Mai 2008; Art. 107 KKV, 79 KKV-EBK)

# Regulatorische Restriktionen

- Standesregeln des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) :
  - Zweck (u.a.): „wirkungsvolle[r] Beitrag zum Schutze der Anleger“
  - Erfordernis Höhe und Berechnungsgrundlage des VV-H schriftlich festzulegen (Art. 10)
  - Maximalgrenzen für die Honorarhöhe von unabhängigen Vermögensverwaltern:
    - Verwaltungshonorar, maximal 1,5 % p.a. vom verwalteten Aktivvermögen *oder*
    - Erfolgshonorar, maximal 20 % der Nettokapitalzunahme *oder*
    - Verwaltungshonorar, maximal 1 % p.a. + Erfolgshonorar, maximal 10 %
  - Obligatorische Prüfung der Einhaltung durch SRO-Revisionsstelle der Mitglieder; Sanktionen bei Nichteinhaltung: Konventionalstrafe (bis CHF 500'000.-), Verweis, Ausschluss aus VSV; führt zu wichtigen Konsequenzen, u.a. qualifiziert VV nicht mehr für Vermögensverwalter-Ausnahme gemäss Art. 6 Abs. 2 KKV

# Retrozessionen - Überblick

- BGE 132 III 460: Retrozessionen sind dem Auftraggeber herauszugeben, es sei denn, dieser habe darauf verzichtet
- Keine Überraschung, sondern Selbstverständlichkeit bei Zahlungen, die tatsächlich unter Erstattungspflicht von OR 400 I fallen
- In casu klar der Fall: „[...] Retrozession [...] die [...] eine Bank gestützt auf eine entsprechende Vereinbarung einem Dritten (insbesondere einem Vermittler im Vermögensverwaltungs- und Kapitalanlagegeschäft) einen Anteil einer vereinnahmten Kommission weitergibt“
- Interessanter: Bundesgerichtliche Ausführungen über Anforderungen an Verzicht; in entscheidrelevanter Weise betreffen sie nur stillschweigenden Verzicht
- Rückweisung an Kantonsgericht Graubünden; dessen Urteil vom 30. Januar 2007 folgt den Vorgaben des Bundesgerichts

# Retrozessionen - Überblick

- Analyse von BGE von 132 III 460 - Überblick:
  - Welche Zahlungen fallen überhaupt unter OR 400 I?  
(Details vgl. Aufsatz Abegglen, SZW 2007, S. 122 ff.; Nobel/Stirnemann, SZW 5/07, S. 343ff.)
  - Welches sind die Anforderungen an expliziten Verzicht?  
(Details vgl. Aufsatz Abegglen, recht 2007, S. 190 ff.)
- Spezialproblem: Retrozessionen im Konzern (Details vgl. Aufsatz Nobel/Stirnemann, SZW 5/07, S. 343 ff.)
- Probleme beim Entrichten von Retrozessionen

# Begriff der Retrozession - Prüfschema

- Welche Zahlungen fallen in Anwendungsbereich OR 400 I? - Prüfschema:
  1. Vorliegen eines relevanten Auftragsverhältnisses auf Seiten des Zahlungsempfängers
  2. Innerer Zusammenhang zwischen der erhaltenen Zahlung und dem Auftragsverhältnis

Gemäss OR 400 I muss der Beauftragte dem Auftraggeber „alles herausgeben, was ihm [...] aus irgend einem Grund zukommt.“

*Ratio:* Verhinderung von Interessenkonflikten; Beauftragter soll durch Mandat, abgesehen vom Honorar, weder gewinnen noch verlieren (OR 400 I als Pendant zu OR 402 I)

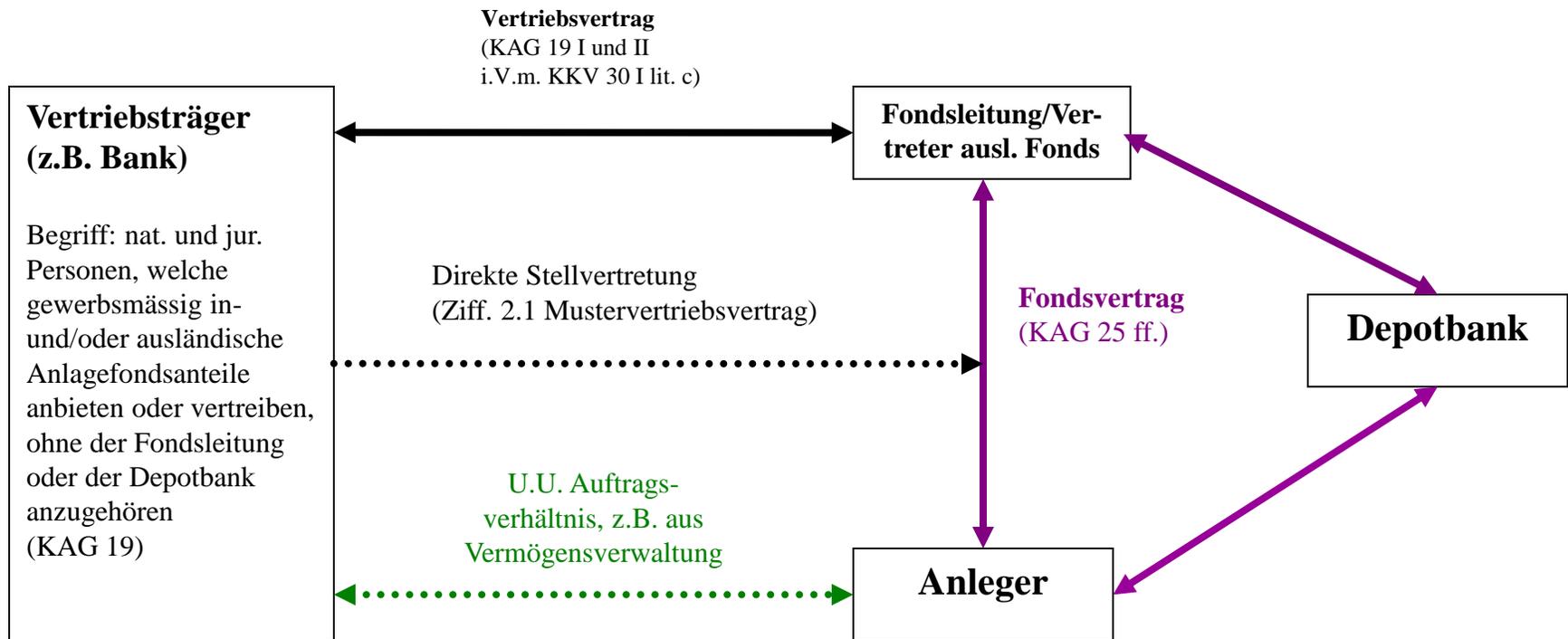
# Begriff der Retrozession - Prüfschema

- Ad 1: Wann besteht ein relevantes Auftragsverhältnis des Vermögensverwalters/der Bank zum Kunden?
  - Immer bei Vermögensverwaltung und Anlageberatung
  - Z.T. bei unechten Execution only-Beziehungen
  - Z.T. bei reinen Execution only-Beziehungen
  - Grundsätzlich nicht beim reinen Fondsvertrieb; Bank ist blosser Stellvertreterin der Fondsleitung; Vertrag Anleger - Fondsleitung

# Begriff der Retrozession - Prüfschema

- Ad 2: Wann besteht *kein* innerer Zusammenhang zwischen Zahlung und Auftrag?
  - Zahlung ist Gegenleistung für genuine DL des Zahlungsempfängers an den Zahlenden
  - DL ist eigenständig und nicht bereits aufgrund des Auftrags ZE – Kunde (siehe ad 1) dem Kunden geschuldet
  - Benachteiligung des Kunden aufgrund möglichen Interessenkonflikts durch organisatorische Massnahmen oder Transparenz ausgeschlossen
- ➔ Nicht von OR 400 I erfasst sind z.B. Fondsvertriebskommissionen (soweit hier überhaupt ein Auftragsverhältnis vorliegen sollte), die der Bank von Fondsleitungen als Gegenleistung für Vertriebsdienstleistung entrichtet werden, oder Retrozessionen an externe VV, wenn damit an den externen VV delegierte Aufgaben der Bank entlohnt werden (z.B. im Bereich KYC)

# Exkurs: Fondsvertriebsentschädigung



# Retrozessionen im Bankkonzern

- Fallen Zahlungen, die Bankkonzern-intern fließen, unter OR 400 I?
- Bankkonzerngesellschaften sind keine "Dritte":
  - Konsolidierte Betrachtungsweise (Konzern als wirtschaftliche Einheit, OR 663e); dominierend gerade beim Bankkonzern aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorschriften (BankG 3b-3h; 3<sup>bis</sup> I<sup>bis</sup>; BankV 23a I)
  - Aufsichtsrechtliche Wertungen im Privatrecht zu berücksichtigen wie auch bei anderen Fragen (z.B. Chinese Walls vs. Wissenszurechnung)
  - Vertrauensschutz in Qualifikation des Bankkonzerns als Einheit nicht "Einbahnstrasse"

# Retrozessionen im Bankkonzern

- Der (die Retrozessionen erhaltenden) Bank "kommt nichts zu":
  - "up-stream"-Zahlung: Aktiva und Passiva des ZE bleiben gleich
  - "cross-stream"- oder "down-stream"-Zahlung: keine Vermögenszunahme im Konzern - anerkannt, dass sich Gesellschaften nach Konzerninteresse ausrichten dürfen
- Kein innerer Zusammenhang zwischen Retro und dem Auftrag ZE - Bankkunde:
  - Retro ist Folge der konzerninternen Allokation von Fertigungs- und Dienstleistungsfunktionen auf verschiedene Stufen
  - Retro ist steuerlich bedingt; Cash Management Tool
- Retro schafft keinen Interessenkonflikt, der zur Benachteiligung des Anlegers führt:
  - Präferenz der Bank für gruppeneigene Produkte und Fonds ist "nicht zu beanstanden", selbst wenn fremde Produkte "besser oder günstiger" (BGH-Urteil vom 19.12.2006)
  - Dogmatisch: Benachteiligung durch Interessenkonflikt mit Offenlegung beseitigt
  - Umstand, dass konzernintern wie gesehen eine Zahlung fließt, irrelevant/kein neuer IK

# Verzicht auf Retrozessionen - Dogmatik

- OR 400 I ist *dispositiv* → Verzicht möglich
- *Stillschweigender Verzicht*: Kenntnis der konkret anfallenden Retrozessionen notwendig (genaue Höhe)
- *Ausdrücklicher Verzicht*: Frage des Konsens. *Einzelfallbetrachtung*:
  - Ausserhalb von Nichtigkeit wegen Verstosses gegen zwingendes Recht oder die guten Sitten (OR 20 I) sind pauschale Aussagen über (Un)Gültigkeit von Klauseln dogmatisch falsch
  - Wie bei jedem Konsens: Verzicht setzt *nicht* Wissen um genaue Höhe dessen, worauf verzichtet wird, voraus
  - Verzicht auf Retrozession klar und deutlich formuliert aber ohne Quantitativ  
→ Frageobliegenheit des Kunden (ZGB 2)!

# Verzicht auf Retrozessionen - Dogmatik

- Ist Klausel klar und eindeutig?
- Grundlagenirrtum (OR 24 I Ziff 4)?
  - *Objektive Wesentlichkeit*: Unwissen bzw. mangelnde Aufklärung über Bedeutung und Missverhältnis zwischen Honorar und Retrozessionen
  - *Subjektive Wesentlichkeit*: Hätte Kunde den Vertrag bei wahrer Kenntnis der Sachlage nicht abgeschlossen?
- Keine pauschale Aussage über Gültigkeit/Ungültigkeit möglich

# Verzicht auf Retrozessionen in AGB

- Auch hier keine pauschalen Aussagen möglich
  - Retrozessionsklauseln sind zum Teil in *einseitigen, vorformulierten* nicht verhandelbaren Verträgen enthalten → Qualifikation als AGB (nota: VV-V kann, muss aber nicht, AGB sein)
  - spezielle Auslegungsregeln: (i) Vorrang Individualabrede, (ii) Unklarheitenregel; (iii) Ungewöhnlichkeitsregel (s. sogleich), (iv) Inhaltskontrolle nur im Rahmen von UWG 8 (Täuschung über nachteilige Abweichung von gesetzlicher Ordnung oder nachteilige Verteilung von Rechten/Pflichten)

# Verzicht auf Retrozessionen in AGB

- Wenn Globalübernahme der AGB (bei Zustimmung ohne Kenntnisnahme oder Verstehen) vorliegt: AGB gelten als vom Konsens erfasst; Ausnahme: „ungewöhnliche“ Klauseln
  - Ungewöhnlichkeitsregel: ungewöhnlich sind überraschende Bestimmungen geschäftsfremden Inhalts, mit denen der Vertragspartner nicht zu rechnen brauchte
  - Vermögensverwaltungsverträge mit typischen Zielkunden (ab Vermögen 1/2 - 1 Mio.) sind oft verhandelbar → qualifizieren nicht als AGB

# Verzicht auf Retrozessionen in AGB

- Ohnehin: Selbst falls Qualifikation als „AGB“: Vermögensverwaltungsverträge kaum je global übernommen: Kunde muss Vertragsdokument inhaltlich ergänzen und separat unterschreiben → spricht für Kenntnisnahme und Verstehen (Auslösen der Frageobliegenheit!)
- Falls Globalübernahme: Ungewöhnlichkeitsregel anwendbar; setzt kumulativ voraus:
  - *Subjektive Ungewöhnlichkeit*: Überraschung; u.a. abhängig von Erfahrung
  - *Objektive Ungewöhnlichkeit*: Geschäftsfremdheit der Klausel: wohl nicht der Fall beim Verzicht auf normale Retrozessionen; gemäss BGE 132 III 465 E. 4.1 berührt Wegbedingung der Ablieferungspflicht nämlich die für Mandat charakteristische Fremdnützigkeit nicht

# Zahlen von Retrozessionen

- Bank honoriert externen Vermögensverwalter für Zuführung von Kundschaft
- Vergütung in Prozent der Assets under Management und/oder Courtage
  - Klassische, BGE 132 III 460 ff. zugrunde liegende Retrozession
  - Fällt i.d.R. unter OR 400 I
- Keine solche Retrozession: Wenn eVV der Bank obliegende Funktionen erfüllt (z.B. VSB 08-Pflichten, Mid-/Backoffice-Funktionen). Diesfalls kann genuine Dienstleistung des eVV zugunsten der Bank vorliegen
  - Outsourcing-Vertrag (Honorar darf volumenabhängig sein)
- Rechtliche Risiken aus Sicht der zahlenden Bank:
  - Schaffen eines Anreizes zur Kundenbenachteiligung durch eVV?
  - Verletzung von BEHG 11 I lit. c, Treuepflicht?
  - Aktive Privatbestechung gemäss UWG 4a?

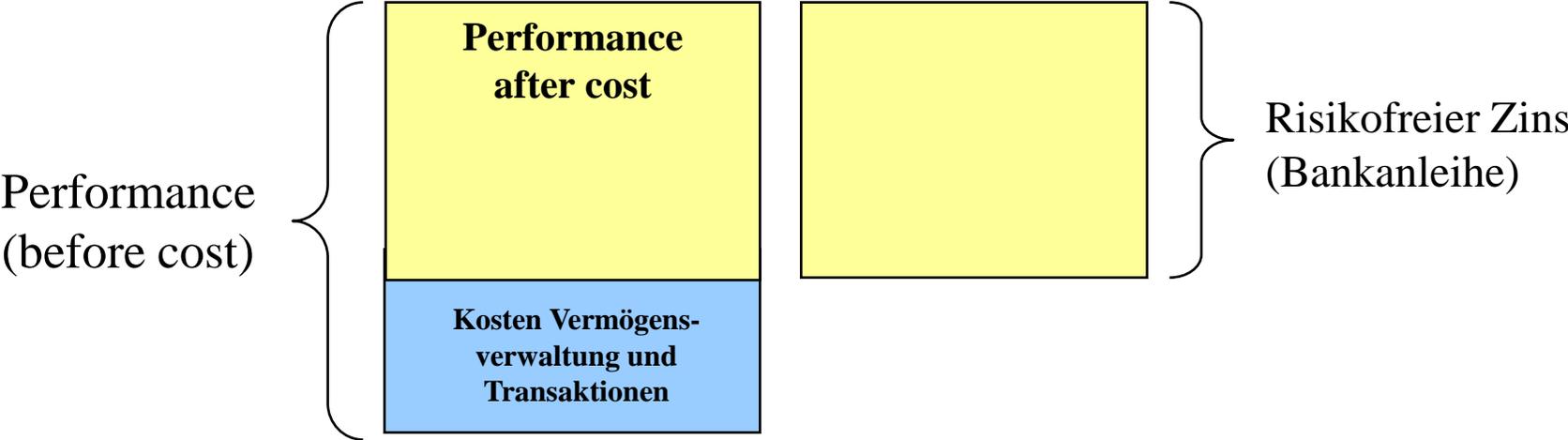
# Zahlen von Retrozessionen

- Rechtliche Vorsichtsmassnahmen:
  - Vereinbarung Bank-eVV mit Verpflichtung eVV
    - zur rechtskonformen Offenlegung der Retros
    - zur Weitergabe an Kunde wo eVV dazu verpflichtet ist oder zum Einholen eines rechtsgültigen Verzichts
    - zur Vorlage entsprechender Dokumente auf Verlangen der Bank
    - Bank behält sich Recht zur detaillierten Offenlegung der Retrozession vor

# Zahlen von Retrozessionen

- Klare und deutliche Offenlegung der Retrozessionszahlungen in Bankvollmacht unter Verweis auf Interessenkonflikte und Kundenzustimmung
- Überwachung der eVV Portfolios auf Churning
- Überwachungspflichten gemäss neuem EBK-RS Marktverhaltensregeln
- im Grundsatz tiefere oder jedenfalls nicht höhere Kommissionen bei eVV Kunden als bei vergleichbaren anderen Kunden, ausser wenn offengelegt

# Alternative Vergütungs- und Verwaltungsmodelle



# Alternative Vergütungs- und Verwaltungsmodelle

- Blosser Modifikationen an Vergütungsmodell können – bei gleichbleibender Erfüllung der Treue- und Sorgfaltspflichten bzw. Umsatzrendite – Kostenbelastung nicht verändern
- Können aber Nachfrage nach Dienstleistungen erhöhen durch mehr Transparenz: Flat Fee; Performance Fee; angemessenes Beratungs- oder VV-Honorar am Point of Sale, dafür keine Entlohnung des eVV aus Rückvergütungen
- Flat Fee wirksamer Schutz gegen unnötige Transaktionen, fördert aber absolute Passivität
- Höhere Honorare am Point of Sale bei gleichzeitiger Gutschrift von Retros oder Aushandeln von tieferen Gebühren kann für eVV Anreiz zur Zusammenarbeit mit (zu) "teuren" Banken sein
- Performance Fee mit High Water Mark: "Inaktivität" wenn absehbar, dass nicht mehr erreichbar
- Besser: klare Performance-Erwartung, Transparenz über totale Kosten, Kündigung bei Nichterreichen

# Alternative Vergütungs- und Verwaltungsmodelle

- Zielführend sind nicht-klassische *Vermögensverwaltungsmodelle*
- Bündelung von einzelnen Anlageinstrumenten (z.B. US equities) in Gefäßen (insb. Fonds) → hohe Einsparungen bei Transaktionskosten und Arbeitsaufwand
- Je weniger Gefäße desto effizienter: Taktische Asset Allocation auf Stufe Gefäße
- Gefäße werden zu Hilfspersonen für Mandatsbesorgung
- Reduktion der overall cost, bei gleichbleibender Performance für den Anleger und gleichbleibender oder sogar höherer Umsatzrendite für Bank

# Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Sandro Abegglen  
PD Dr. Fürsprecher, LL.M.  
Niederer Kraft & Frey AG  
Bahnhofstrasse 13  
8001 Zürich

Tel 058 800 8000  
Fax 058 800 8080  
[sandro.abegglen@nkf.ch](mailto:sandro.abegglen@nkf.ch)