

Die adäquate Entschädigung des Vermögensverwalters unter besonderer Berücksichtigung der Anlagekosten im Verhältnis zur Anlageperformance

SANDRO ABEGGLEN*

Schlagworte: Vermögensverwaltung, Bank- und Finanzmarktaufsichtsrecht, Anlagefondsregulierung, Regulierung kollektiver Kapitalanlagen, Interessenwahrungs- und Informationspflichten, Retrozessionen, Anlagekosten und Anlageperformance

A. Einleitung und Überblick

I. Zum Gegenstand der vorliegenden Betrachtung und einige Zahlen

Es sei vorweggenommen: Der Titel des Referats, das diesem Aufsatz zugrunde liegt, und der deshalb auch der schriftlichen Fassung meiner Ausführungen vorangestellt ist, verspricht mehr, als hier eingelöst werden wird: Unsere Rechtsordnung masst sich, anders als frühere Rechte, nicht an, das «*iustum pretium*», den gerechten Preis für Leistungen festlegen zu können, und dementsprechend sollte ein Jurist nicht bestimmen wollen, wie hoch die adäquate Entschädigung für Vermögensverwaltungsdienstleistungen zu sein habe.¹ Umgekehrt wäre es für einen juristischen Aufsatz etwas bescheiden im Anspruch, wenn dieser sich auf die – notabene nicht falsche – Aussage beschränken würde, dass es Sache des Marktes sei, den Preis für die Arbeit des Vermögensverwalters zu bestimmen. Denn die hier behandelte Leistung «Vermögensverwaltung» ist, namentlich wenn sie durch Banken, Effekthändler und Fondsleitungen erbracht wird, hoch reguliert. Sodann ist ihr Ziel

* Dr. iur., Försprecher, LL.M.; Privatdozent für Privat- und Handelsrecht sowie Bank- und Finanzmarktrecht, Universität Bern; Partner, Niederer Kraft & Frey, Zürich; Mitglied Legal Committee der Swiss Funds Association (SFA).

¹ Referat gehalten am Seminar «Vermögensverwaltung» des Europa Instituts der Universität Zürich (EIZ) vom 25. September 2007. Ich danke Herrn Dr. Thomas Portmann, CFA FRM, St. Gallen und Herrn Dr. Andreas Homberger, Gipf-Oberfrick, für unentbehrliche ökonomische Aufklärung und meinem Kollegen Rechtsanwalt Dr. Renato Costantini, Zürich, sowie den Herren MLaw Simon Schären, Thun, BLaw Alain Anderhub, Luzern und lic. iur. Daniel S. Weber, Zürich für ihre wertvolle Unterstützung.

– jedoch nicht der geschuldete Erfolg –, das Kapital des Kunden zu vermehren oder mindestens zu erhalten. Und schliesslich unterliegt die Vermögensverwaltung dem Auftragsrecht, was einige privatrechtliche Besonderheiten bei der rechtlichen Behandlung ihrer Entschädigung zu Folge hat.

Grob zusammengefasst wird sich der vorliegende Aufsatz denn auch mit diesen drei Bereichen befassen, und zwar in der folgenden Reihenfolge: Privatrechtliche Behandlung des Vermögensverwaltungshonorars; aufsichtsrechtliche und selbstregulatorische Rahmenbedingungen bei der Festlegung des Honorars; rechtliche Überlegungen zum Verhältnis zwischen Honorarhöhe und angestrebtem Anlageerfolg, denn etwas plakativ und in der Berufssprache der globalisierten Vermögensverwaltungsindustrie formuliert: «It is hard to beat the market . . . after cost.»

Letztgenanntes Thema, die Frage nach dem Verhältnis der für bestimmte Anlagekonzepte sinnvoll aufzuwendenden Kosten, zu denen natürlich nicht nur die Vermögensverwaltungsentschädigung im eigentlichen Sinne gehört, sondern auch die übrigen mit der Anlagetätigkeit verbundenen Entschädigungen wie Kauf- und Verkaufskommissionen, Börsengebühren und transaktionsbedingte Abgaben und Steuern, war und ist in der Portfoliotheorie und der Anlagepraxis schon immer wichtig gewesen. Um ein Beispiel aus der Praxis zu zitieren: der legendäre Investor Warren T. Buffet sprach in der für ihn typischen Art und Weise im Annual Report 1983 «seiner» Beteiligungsgesellschaft, Berkshire Hathaway Inc., einen Aspekt an, der zu untragbar hohen Anlagekosten (hier in Form von Transaktionsgebühren) führen kann:

«One of the ironies of the stock market is the emphasis on activity. Brokers, using terms such as «marketability» and «liquidity», sing the praises of companies with high share turnover (those who cannot fill your pocket will confidently fill your ear). But investors should understand that what is good for the croupier is not good for the customer. A hyperactive stock market is the pickpocket of enterprise.

For example, consider a typical company earning, say, 12% on equity. Assume a very high turnover rate in its shares of 100% per year. If a purchase and sale of the stock trades at book value, the owners of our hypothetical company will pay, in aggregate, 2% of the company's net worth annually for the privilege of transferring ownership. This activity does nothing for the earnings of the business, and means that 1/6 of them are lost to the owners through the «frictional» cost of transfer. (And this calculation does not count option trading, which would increase frictional costs still further.) All that makes for a rather expensive game of musical chairs. [. . .] In addition, investment management fees of over \$2 billion annually – sums paid for chair-changing advice – require the forfeiture by investors of all earnings of the five largest banking organizations (Citicorp, Bank America, Chase Manhattan, Manufacturers Hanover and J.P. Morgan). These expensive activities may decide who eats the pie, but they don't enlarge it.»²

2 Annual Report Berkshire Hathaway Inc., 1983, auszugsweise abgedruckt in The Essays of Warren Buffet: Lessons for Corporate America, selected, arranged and introduced by LAWRENCE A. CUNNINGHAM, New York 1997/1998, S. 129 f.

Die ökonomische Bedeutung, die der Frage nach den Anlagekosten zukommt, liegt darin begründet, dass die durchschnittlichen Vermögensverwaltungskosten einen beachtlichen Einfluss auf den Anlageerfolg haben: Die durchschnittliche Höhe der Vermögensverwaltungskosten bewegt sich – je nach Strategie – in einer Grössenordnung von 100 bis 120 Basispunkten (1 bis 1.2% Prozent; bei kleineren Volumen und/oder z.B. Aktienmandaten sind auch 1.5% durchaus im Bereich des Normalen). Dies macht einen relevanten Anteil der Performance von Aktien und von Obligationen, wie für schweizerische Werte aus untenstehender Tabelle hervorgeht, aus. Naturgemäss kann bei vollständiger Betrachtung der Blick nicht nur auf die Performance von schweizerischen Aktien und Obligationen gerichtet werden, sondern liegt die Performance von ausländischen Anlagen z.T. bedeutend höher (bei höheren Risiken, natürlich). Die Grundfrage nach dem Verhältnis von Anlagekosten zu möglicher Anlageperformance aber bleibt die gleiche.

	Real annualisiert	Nominal annualisiert
Aktien	7.88 %	10.27 %
Obligationen	2.31 %	4.54 %

(Historische Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926–2006.)³

II. Leitlinien zur rechtlichen Würdigung des Vermögensverwaltungshonorars

Die nachfolgenden Ausführungen ergeben – wenig überraschend – dass die Festlegung der Kosten im Vermögensverwaltungsbereich bzw. jede rechtliche Beurteilung dieser Kosten sich grundsätzlich nach folgenden vier Leitprinzipien richten sollte:

1. Es gibt keinen materiell angemessenen oder gerechten Preis der Vermögensverwaltungs-Dienstleistung.
2. Der Preis für die Vermögensverwaltungs-Dienstleistung wird durch den Markt, also durch Angebot und Nachfrage bestimmt.
3. Vornehmliche Aufgabe des Aufsichtsrechts ist die Gewährleistung von Transparenz und Information über die Anlagekosten, nicht jedoch die Festlegung von Preisen oder Preiskonzepten.
4. Stets zu beachten bei der Festlegung der Honorarhöhe ist das eigentliche Ziel der Vermögensverwaltung, nämlich der Erhalt oder – je nach Risiko-

3 Pictet & Cie., Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2006), Januar 2007, Darstellung 1.

appetit des Anlegers – die mehr oder weniger grosse Vermehrung des Vermögens.

Diese Leitprinzipien lassen insbesondere erkennen, dass die Festlegung der Honorarhöhe abgesehen von Fällen der Übervorteilung und – untechnisch ausgedrückt – Wucher weitestgehend der Vertragsfreiheit, genauer der Preisbestimmungsfreiheit, der Parteien des Vermögensverwaltungsvertrages unterliegt. Auch im Bereich der höchstregulierten Vermögensverwaltung, nämlich der Fondsleitungstätigkeit, sollte es als Regel keine Vorschriften geben, die auf die materielle Höhe der Preise oder in Preisbestimmungskonzepten (Missbrauchsfälle immer ausgenommen) eingreifen. Dagegen ist es durchaus erwünscht, dass klare Anforderungen über die Herstellung von Klarheit in Kostenfragen bestehen.⁴

III. Investor Education und Expectation Management

Da die Antwort auf die Frage, ob die Anlagekosten für den Anleger als akzeptabel erscheinen mögen oder nicht, in Beziehung zum möglichen Anlageerfolg steht, ist folgendes zu beachten: Trotz der Verfügbarkeit von historischen Performance-Zahlen, die – auch wenn sie auf vielen Zeitperioden basieren – nie für die Zukunft sichere Werte prognostizieren können,⁵ lässt sich auch heute noch immer feststellen, dass selbst gut ausgebildete Kunden, die ihr Vermögen anlegen wollen, häufig völlig irrationale beziehungsweise übertriebene Performance-Erwartungen haben.⁶ An diesen Erwartungen werden dann vielfach der Erfolg der Vermögensverwaltung und die Qualität des Wealth Management der Bank gemessen, was leicht zu Enttäuschung bei den Kunden führen kann. Abflüsse von Kundengeldern können resultieren. Um dem entgegen zu wirken und falschen Vorstellungen seitens der Kundschaft vorzubeugen, sollten die Vermögensverwalter einerseits ein *Expectation Management* betreiben, um die Erwartungshaltungen der Anleger bezüglich der zu erwartenden Performance auf einem realistischen Niveau zu halten. Andererseits sollten sie die voraussichtlich anfallenden Vermögensverwaltungskosten im Voraus transparent und so genau als möglich darlegen. Der Staat, insbesondere die Schule, sollte dafür sorgen, dass der *Investor Education* angesichts der Wichtigkeit der Geldanlage für das persönliche Wohlergehen mehr Bedeutung beigemessen wird.

⁴ Siehe C.

⁵ Beispiel: Man frage sich, wie die Zahlen in der berühmten, oben abgedruckten Pictet-Tabelle aussehen würden, wenn die Schweiz nicht das Glück gehabt hätte, vom 2. Weltkrieg verschont zu werden.

⁶ Siehe dazu SANDRO ABEGLLEN, Börsenblasen, übertriebene Performance-Ansprüche und Finanzmarktrecht, recht 2004, S. 223 ff.

IV. Überblick über die folgenden Ausführungen

Die Frage, welchen Beitrag das Recht zur Lockerung des Spannungsverhältnisses zwischen Performance und Vermögensverwaltungskosten leistet, wird aus verschiedenen Blickwinkeln untersucht. Nach einer kurzen Darstellung des Vermögensverwaltungshonorars aus *privatrechtlicher Sicht*⁷ wird auf die *aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen* bei der Festlegung des Vermögensverwaltungshonorars eingegangen.⁸ Dabei werden jeweils insbesondere die beiden zentralen Punkte der *Höhe und Bemessung des Honorars* sowie der *Modalitäten der Honorarvereinbarung* näher betrachtet. Untersuchungsobjekte bilden hierbei prototypisch Vermögensverwalter mit dem Status einer Bank und eines Effektenhändlers sowie Fondsleitungen und Vermögensverwalter im Sinne des Kollektivanlagengesetzes (KAG),⁹ wobei natürlich viele der nachfolgenden Aussagen auch für nicht prudentiell regulierte Vermögensverwalter zutreffen. Zu beachten ist, dass die Ausführungen zum Teil *mutatis mutandis* auch für andere Entschädigungen im Zusammenhang mit dem Wealth Management wie Konto- und Depotführungsgebühren oder Courtage gelten können.

Anschliessend befasst sich der Aufsatz ausführlich mit der interessanten Thematik im vorliegenden Zusammenhang, nämlich den Treue- und Informationspflichten des Anbieters im *Spannungsfeld zwischen dem legitimen Interesse des Vermögensverwalters an einem möglichst hohen Preis für seine Dienstleistung und dem ebenfalls legitimen Interesse des Anlegers an einer möglichst guten Performance nach Abzug der Vermögensverwaltungs- und weiteren Anlagekosten (Performance after cost)*.¹⁰

B. Das Vermögensverwaltungshonorar aus privatrechtlicher Sicht – kurze Rekapitulation der Rechtslage

I. Privatrechtliche Qualifikation und Wesen des Vermögensverwaltungsvertrages

Auf den Vermögensverwaltungsvertrag, der als solcher im Gesetz nicht speziell geregelt ist, sind gemäss ständiger bundesgerichtlicher Rechtsprechung grundsätzlich die auftragsrechtlichen Bestimmungen (Art. 394 ff. OR) anwendbar.¹¹ Der Vermögensverwalter verpflichtet sich als Beauftragter (Man-

⁷ Siehe B.

⁸ Siehe C.

⁹ Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG), SR 951.31.

¹⁰ Siehe D.

¹¹ Vgl. beispielsweise BGE 132 III 460 E. 4.1; BGer-Urteil 4C.126/2004 E. 2.2. Vgl. dazu auch die Aufsätze von ROMEO CERUTTI (S. 69 ff.) und HANSPETER WALTER (S. 99 ff.) in diesem Heft.

datar), die ihm übertragene Vermögensverwaltung für den Auftraggeber (Mandant) unter Wahrung dessen (fremder) Interessen¹² vertragsgemäss zu besorgen (Art. 394 Abs. 1 OR).

Die durch den Auftraggeber zu erbringende Vergütung für die vom Vermögensverwalter erbrachten Dienstleistungen richtet sich nach Art. 394 Abs. 3 OR, der wie folgt lautet: «Eine Vergütung ist zu leisten, wenn sie verabredet oder üblich ist.» Eine Pflicht des Auftraggebers zur Zahlung eines Honorars an den Vermögensverwalter ist bei einem Vermögensverwaltungsvertrag somit wie bei anderen dem Auftragsrecht unterstehenden Verträgen somit nicht begriffswesentlich.¹³

Man unterscheidet deshalb traditionellerweise zwischen zwei Arten von Aufträgen, nämlich dem *unentgeltlichen* und dem *entgeltlichen*.¹⁴

Beim *unentgeltlichen* Auftrag schuldet der Auftraggeber dem Vermögensverwalter zwar weiterhin Auslagen- und Verwendungsersatz (Art. 402 Abs. 1 OR),¹⁵ hingegen keine Gegenleistung in Form eines Honorars.

Liegt ein *entgeltlicher* Auftrag vor, ist der Auftraggeber verpflichtet, dem Beauftragten nebst dem Ersatz von Auslagen und Verwendungen eine Vergütung (Honorar) zu zahlen. Entgeltlich ist der Auftrag dann, wenn ein Entgelt entweder *vereinbart* wird¹⁶ oder *üblich* ist¹⁷ (Art. 394 Abs. 3 OR).

II. Entgeltlichkeit des Auftrags durch Vereinbarung eines Honorars

Eine Honorarvereinbarung kann entweder bei der Erteilung des Auftrags oder auch erst später erfolgen (wobei durch die nachträgliche Vereinbarung einer Vergütung der unentgeltliche Auftrag zu einem entgeltlichen wird¹⁸).¹⁹ Die Vereinbarung ist gültig, wenn sie vom Konsens, also von den übereinstimmenden gegenseitigen Willensäusserungen der Vertragsparteien, erfasst wird

12 Vgl. zur Interessenwahrung WALTER FELLMANN, in: Heinz Hausheer (Hrsg.), Berner Kommentar, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, Die einzelnen Vertragsverhältnisse, Der einfache Auftrag, Art. 394–406 OR, Art. 394 N 251; ROLF H. WEBER, in: HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 4. Aufl., Basel 2007, Art. 394 N 2; HEINRICH HONSELL, Schweizerisches Obligationenrecht, Besonderer Teil, 8. Auflage, Bern 2006, S. 304; JOSEF HOFSTETTER, Der Auftrag und die Geschäftsführung ohne Auftrag, in: WOLFGANG WIEGAND (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Bd. VII/6, Basel 2000, S. 1, 3, 35, 40 u. 43.

13 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 11, 367 u. 384; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 2 u. 39.

14 Siehe auch HONSELL (Fn. 12), S. 323; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 2.

15 Siehe zur Unberührtheit des Anspruchs auf Auslagen- und Verwendungsersatz aufgrund der Unentgeltlichkeit des Auftrages BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 387; BSK OR I-WEBER (Fn. 12), Art. 394 N 36; HONSELL (Fn. 12), S. 304.

16 Siehe B.2.

17 Siehe B.3.

18 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 391.

19 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 368; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 78.

(Art. 1 Abs. 1 OR).²⁰ Dabei muss die Honorarabrede nicht unbedingt ausdrücklich erfolgen, sondern ist auch stillschweigend möglich (Art. 1 Abs. 2 OR), so zum Beispiel dadurch, dass der Beauftragte den Auftrag nur in der berechtigten Erwartung annahm und ausführte, dafür ein Honorar – sei dies nun üblich oder nicht – zu erhalten, und der Auftraggeber diese Erwartung erkennen konnte/musste und der Ausführung zustimmte.²¹ Ist streitig, ob eine Honorarvereinbarung vorliegt, obliegt der Beweis einer solchen dem Beauftragten, also dem Vermögensverwalter.²²

Des Weiteren ist die Vereinbarung der Vergütung auch nicht an gesetzliche Formerfordernisse gebunden, sondern kann formfrei – also schriftlich oder mündlich – erfolgen.²³ Eine Ausnahme hierzu gibt es bei Honorarabreden im Rahmen eines Vermögensverwaltungsvertrages zwischen einem Anleger und einem unabhängigen Vermögensverwalter, der dem Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) angehört. Gemäss den diesfalls anwendbaren Ständesregeln des VSV kann ein Honorar nur *schriftlich* verabredet werden. Art. 10 der Ständesregeln besagt ausdrücklich: «Die Mitglieder schliessen mit ihren Vertragspartnern einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag ab. Der Vertrag [...] legt Höhe und Berechnungsgrundlage der Entschädigung für die Ausübung des Mandates fest»²⁴. Mit der Information über die Honoraraspekte begnügt sich die betreffende Richtlinie der Schweizerischen Bankiervereinigung, auf welche unter C.II.2. näher eingegangen wird.

III. Entgeltlichkeit des Auftrags aufgrund Üblichkeit eines Honorars

Die Entgeltlichkeit eines Auftragsverhältnisses bzw. eines Vermögensverwaltungsvertrages entsteht nicht nur durch Vereinbarung einer Vergütung, sondern kann auch durch die *Üblichkeit* der Honorierung einer bestimmten Auftragsleistung begründet werden. Wird von den Parteien keine Honorarabrede getroffen, ist die Zahlung eines Honorars an den Beauftragten jedoch (objektiv gesehen²⁵) *üblich*, so ist dieses gestützt auf Art. 394 Abs. 3 OR dennoch vom Auftraggeber geschuldet.²⁶ Üblich bedeutet hier, was der *allgemeinen Verkehrsübung* in dem betreffenden Geschäftskreis – also der von einer Vielzahl von Menschen im Geschäftsverkehr in einer Vielzahl von Fällen berück-

20 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 369.

21 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 369; siehe ferner HOFSTETTER (Fn. 12), S. 78 f.

22 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 439; BSK OR I-WEBER (Fn. 12), Art. 394 N 41; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 84.

23 Siehe Art. 11 Abs. 1 OR.

24 Die Ausführungsbestimmung Nr. 57 zu Art. 10 (Vermögensverwaltungsvertrag) der Ständesregeln des VSV erwähnt sodann explizit, dass die Honorierung des Mitglieds [des VSV] für seine Dienstleistungen mit dem Kunden schriftlich zu vereinbaren ist.

25 Vgl. HOFSTETTER (Fn. 12), S. 79.

26 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 373; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 79.

sichtigten Sitte – entspricht.²⁷ Nicht verlangt ist die Kenntnis der Verkehrs-sitte durch die konkrete Vertragspartei.²⁸ Der Beweis der Üblichkeit eines Honorars und des Vorliegens einer Verkehrsübung obliegt im Streitfall dem Beauftragten.²⁹

Ein (gewichtiges) Indiz für die Üblichkeit und somit der Entgeltlichkeit des Auftrags ist das *berufsmässige* – und somit regelmässig nicht unentgeltliche – Anbieten einer Dienstleistung,³⁰ wie es beim gewerbmässigen Vermögensverwalter gewöhnlich der Fall ist. Die Entgeltlichkeit wird somit im Rahmen der professionellen Dienstleistungserbringung faktisch vermutet,³¹ ja sogar als Regelfall³² gesehen. Liegt demnach keine Honorarvereinbarung zwischen dem Anleger und dem Vermögensverwalter vor, so wird in der Regel dennoch von einem entgeltlichen Auftrag auszugehen sein aufgrund der Üblichkeit der Honorierung der von Vermögensverwaltern erbrachten Dienstleistungen.³³

Es gibt jedoch auch Fälle, in denen eine Vergütung als unüblich erscheint, so beispielsweise, wenn eine Bank nicht (explizit) vertraglich geregelte akzidentielle *Anlageberatungs*-Dienstleistungen anbietet. Diesfalls dürfte eine separate Vergütung für die akzidentiellen *Anlageberatungs*-Dienstleistungen in der Regel unüblich und somit mangels Abrede nicht geschuldet sein.

IV. Privatrechtliches zu Höhe und Bemessung des Honorars des Vermögensverwalters

Aus privatrechtlicher Sicht gibt es bei der Bestimmung der Honorarhöhe keine wesentlich einschränkenden Vorschriften. Die Vertragsparteien des Auftrags können aufgrund der im Privatrecht geltenden Vertragsfreiheit und insbesondere der Preisbestimmungsfreiheit das für die Auftragsleistung geschuldete Honorar beliebig vereinbaren.³⁴ Es genügt dabei, wenn die Höhe festgelegt wird oder zumindest bestimmbar ist.

Übliche gesetzliche Schranken, welche natürlich auch im Zusammenhang mit der Honorarvereinbarung beachtet werden müssen, sind, dass erstens, keine Willensmängel seitens der Parteien vorliegen dürfen (Art. 23 ff. OR; insbesondere kein Grundlagenirrtum i.S.v. Art. 24 Abs. 1 Ziff. 4 OR), zwei-

27 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 375.

28 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 379.

29 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 382 u. 423; BSK OR I-WEBER (Fn. 12), Art. 394 N 41; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 84.

30 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 380; BSK OR I-WEBER (Fn. 12), Art. 394 N 16; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 79.

31 Vgl. BSK OR I-WEBER (Fn. 12), Art. 394 N 35.

32 Vgl. HONSELL (Fn. 12), S. 323.

33 Vgl. BSK OR I-WEBER (Fn. 12), Art. 394 N 36.

34 Vgl. BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 428; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 79.

tens, die vereinbarte Honorarhöhe nicht gegen die guten Sitten verstösst (Art. 20 Abs. 1 OR), drittens, keine Übervorteilung (Art. 21 OR) des Anlegers darstellt,³⁵ und zuletzt, dass viertens, die Vertragspartner des Vermögensverwalters durch die Honorarhöhe nicht übermässig gebunden werden (Art. 27 Abs. 2 ZGB).

Liegt bei einem entgeltlichen Auftrag³⁶ keine Honorarvereinbarung³⁷ vor oder ist das Honorar im Grundsatz zwar vereinbart aber weder bestimmt noch bestimmbar, wird bei der Bemessung der Honorarhöhe auf die *Ortsüblichkeit* bzw. *Verkehrssitte*³⁸ und allenfalls vorhandene behördliche oder private *Berufstarife*³⁹ (wie beispielsweise die Standesregeln des VSV) abgestellt.⁴⁰

C. Die aufsichtsrechtlichen und selbstregulatorischen Rahmenbedingungen bei der Festlegung des Vermögensverwaltungshonorars

I. Allgemeines

In Bezug auf *Höhe* und *Art der Entschädigung* bestehen nur wenige öffentlich-rechtlichen bzw. selbstregulatorischen Vorgaben. Das heisst, es gelten weiterhin das Prinzip der *Vertragsautonomie* und die allgemeinen privatrechtlichen Schranken.⁴¹ Eine erste Ausnahme bilden die Standesregeln des Verbandes schweizerischer Vermögensverwalter (VSV), welche eine Höchstgebühr festlegen.⁴² Zweitens bestehen im Bereich Vermögensverwaltung im Rahmen von kollektiven Kapitalanlagen, wie nachfolgend gezeigt wird,

35 Die Anfechtung der Honorarvereinbarung wegen Willensmängeln, Verstosses gegen die guten Sitten und Übervorteilung nennt auch BK-FELLMANN (Fn. 12), OR 394 N 428; siehe auch HOFSTETTER (Fn. 12), S. 79.

36 Siehe B.I.–III.

37 Siehe insbesondere B.III.

38 Siehe II.3.; ausführlich hierzu BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 409 ff.; HOFSTETTER (Fn. 12), S. 82; BSK OR I-WEBER (Fn. 12), Art. 394 N 39; «*Üblich*» im Sinne von Art. 394 Abs. 3 OR bezieht sich sowohl auf den Grundsatz der Entgeltlichkeit des einfachen Auftrages (d.h. ein Auftrag ist entgeltlich, sofern ein Entgelt üblicherweise geschuldet ist) wie auch die Höhe des Entgelts (d.h. es ist ein Entgelt in der für eine Dienstleistung üblicherweise bezahlten Höhe geschuldet), wie auch das Bundesgericht in einem neueren Entscheid bestätigt (siehe BGer-Entscheid 4C.432/2005 vom 22. März 2006, E. 4.3).

39 Dazu eingehend BK-FELLMANN (Fn. 12), Art. 394 N 403 ff. u. 416 ff.; BSK OR I-WEBER (Fn. 12), Art. 394 N 38; ähnlicher Meinung HOFSTETTER (Fn. 12), S. 82 u. 83 f. mit gewissen Einschränkungen bei Verbandstarifen, die auf Verbandsabsprachen statt auf freiem Wettbewerb beruhende (üblich gewordene) Ansätze enthalten.

40 Siehe C.II.3.

41 Siehe dazu vorne, B.IV.

42 Siehe zum Verhältnis von Aufsichtsrecht und Standesrecht auch den Aufsatz von Urs ZULAUF in diesem Heft sowie insbesondere betr. den Fondsbereich hinten, C.II.3.

aufsichtsrechtliche Bestimmungen, die sich mit den Verwaltungsgebühren befassen.⁴³ Sodann beschlagen zahlreiche Vorschriften zwar nicht die Höhe, wohl aber *Modalitäten* der Vereinbarung des Vermögensverwaltungshonorars⁴⁴ bzw. der Information des Kunden darüber.

II. Standesrecht

1. Bedeutung und Funktion

Das Standesrecht⁴⁵ hat im Bereich der Finanzmarktaufsicht die Funktion eines regulatorischen *Mindeststandards*. Die EBK hat im Anhang zum Rundschreiben 04/2⁴⁶ alle Selbstregulierungen aufgeführt, die von der Behörde als derzeitiger Mindeststandard betrachtet werden. Die Liste wird jeweils aktualisiert und den laufenden Entwicklungen angepasst. Die Selbstregulierungsbestimmungen sind von den bewilligten Instituten, die einer entsprechenden Aufsicht der EBK unterstehen, dauernd einzuhalten und die bankengesetzliche Revisionsstelle muss die Einhaltung – im Rahmen ihrer Funktion – überprüfen und im aufsichtsrechtlichen Prüfbericht bestätigen. Die Nichteinhaltung der von der EBK zum Mindeststandard erklärten Selbstregulierungsbestimmungen kann eine Verletzung der banken- und börsenrechtlichen *Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit* darstellen.⁴⁷ Zu diesem Mindeststandard gehören die nachfolgenden Vermögensverwaltungsrichtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung und der grösste Teil der Selbstregulierung im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen.

2. Vermögensverwaltungsrichtlinie der Schweizerische Bankiervereinigung

Die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) hat – für die Vermögensverwaltung im Bankbereich – *Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge* erlassen.⁴⁸ Zu beachten ist zunächst, dass die Richtlinien von ihrem Anwendungsbereich her nur Banken im Rechtssinne erfassen und nicht auch externe (unabhängige) Vermögensverwalter. Dies ist in denjenigen Fällen bedeutsam, in denen die Bank einzig als Depotbank waltet und in dieser Funktion rein technisch Kundenaufträge ausführt, die Vermögensverwaltung dagegen

43 Siehe dazu hinten, C.II.2.

44 Siehe dazu sogleich, C.II. ff.

45 Vgl. zum Ganzen auch den im Juli 2007 von der EBK veröffentlichten Bericht «Selbstregulierung im Schweizer Finanzsektor», passim.

46 EBK-RS 04/2 vom 21. April 2004, Stand 15. November 2007.

47 Siehe Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG; Art. 10 Abs. 2 lit. d BEHG.

48 Siehe http://www.swissbanking.org/999996_d.pdf mit den Änderungen vom 21. Dezember 2005.

durch einen externen Vermögensverwalter wahrgenommen wird, der den SBVg-Richtlinien nicht untersteht.⁴⁹

Gemäss der Präambel hat die Richtlinie folgenden Zweck: «*Kunden, die ihre Gelder Schweizer Banken anvertrauen, sollen sich darauf verlassen können, dass ihre Vermögen professionell und in ihrem Interesse verwaltet werden.*» Die Richtlinie ist von der EBK zum regulatorischen Mindeststandard im vorne erwähnten Sinne erhoben worden.⁵⁰ In Abweichung vom privatrechtlichen Grundsatz der Formfreiheit (Art. 11 Abs. 1 OR) statuiert Art. 2 der Richtlinie die Schriftform für Vermögensverwaltungsverträge. Dabei ist bemerkenswert, dass die Richtlinie insbesondere auch eine Besprechungsnotiz nicht genügen lässt, selbst wenn sich ein Vertragsschluss so nachweisen liesse.⁵¹ Die Honorarvereinbarung wird in der Richtlinie hingegen nicht angesprochen. Gemäss dem Kommentar zu Art. 1 der Richtlinie muss die Bank den Kunden jedoch über den Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrages informieren.⁵² Davon sind selbstverständlich auch Honoraraspekte umfasst.

Die Einhaltung der Bestimmungen der Richtlinie ist durch die bankengesetzliche Revisionsstelle zu prüfen. Zudem ist die Einhaltung der Richtlinie auch massgebend sein für die Frage, ob die Bank Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit bietet (Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG).⁵³

3. Standesregeln des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter

Es entspricht einer schweizerischen Besonderheit, dass das Vermögensverwaltungsgeschäft – immer noch – bewilligungsfrei ausgeübt werden kann solange der Kunde nicht eine schweizerische kollektive Kapitalanlage ist.⁵⁴ Der Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) dem ein Teil – aber bei weitem nicht alle – Vermögensverwalter angehören, hat indessen Standesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung erlassen.⁵⁵ Da in diesem Bereich kein aufsichtsrechtlicher Anknüpfungspunkt besteht, gehören diese Standesregeln entsprechend nicht zu einem verbindlichen Mindeststandard.

49 Statt dessen sind Verhaltensregeln des VSV massgebend; siehe dazu hinten C.II.3.

50 Siehe dazu vorne C.II.1.

51 Denkbar und auch nicht selten ist demgegenüber der Abschluss eines *konkludenten Beratungsvertrages*, der wie der Vermögensverwaltungsauftrag den Regeln des einfachen Auftrages folgt, vgl. dazu Urs EMCH/HUGO RENZ/RETO ARPAGAU, Das Schweizerische Bankgeschäft, Zürich 2005, N 1572 ff.

52 EMCH/RENTZ/ARPAGAU, (Fn. 51), N 1495 ff.

53 Siehe dazu schon vorne C.II.

54 Allerdings unterstehen die unabhängigen Vermögensverwalter der *Geldwäschereiaufsicht* im Rahmen des GwG; doch ist dies keine prudentielle Regulierung.

55 Standesregeln des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) vom 26. März 1999.

Die Verbandsmitglieder verpflichten sich gemäss der Präambel «den Vertragspartner zu jeder Zeit als unabhängige Fachperson zu beraten und ihn über mögliche Risiken bei der Umsetzung der Anlagepolitik aufzuklären» und [...] die Sicherstellung der Sorgfalt bei Finanzgeschäften zu beachten».

Wie die Richtlinie der SBVg statuieren auch die Standesregeln des VSV eine Formvorschrift für Vermögensverwaltungsverträge (Art. 10 der Richtlinie). Bemerkenswert ist nun aber, dass sich die Standesregeln des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter sehr konkret zur *Honorarhöhe* äussern. Folgende Modalitäten sind vorgesehen:

- Verwaltungshonorar, maximal 1.5 % p.a. vom verwalteten Aktivvermögen oder
 - Erfolgshonorar, maximal 20 % der Nettokapitalzunahme oder
 - Verwaltungshonorar, maximal 1 % p.a. + Erfolgshonorar, maximal 10 %.
- Gemäss Art. 13 der Standesregeln muss die Einhaltung der Bestimmungen von der Revisionsstelle geprüft werden, und im Falle von Verletzungen drohen vereinsrechtliche Sanktionen wie bspw. ein Ausschluss.

III. Regulierung und Selbstregulierung im Bereich kollektiver Kapitalanlagen

1. Kollektive Kapitalanlagen und Vermögensverwaltung

Zur Vermögensverwaltung gehört auch die Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen. Diese unterscheidet sich von der klassischen Vermögensverwaltung dadurch, dass mehrere Anleger ihr Vermögen gemeinsam in einem «*pot commun*» zusammenlegen.⁵⁶ In aufsichtsrechtlicher Hinsicht zeichnet sich die kollektive Kapitalanlage und deren Verwaltung durch einen sehr *hohen Regulierungsgrad* aus, was damit zusammenhängt, dass es im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen bzw. des KAG – anders etwa als im Bankrecht – neben der Institutsaufsicht nach wie vor zusätzlich eine produktbezogene Aufsicht gibt. Das Zusammenspiel zwischen Aufsichtsrecht und Selbstregulierungsnormen gilt dabei auch hier, und die EBK erklärte zahlreiche Selbstregulierungsbestimmungen der zuständigen Selbstregulierungsorganisation, der Swiss Funds Association (SFA), zum regulatorischen Mindeststandard.⁵⁷

2. Regulierungsgrundsätze mit Bezug auf die Verwaltungsgebühr

Die Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft vom 30. August 2000, die sehr allgemein gehalten sind, verlangen im Rahmen der Informa-

56 FRANZ HASENBÖHLER, *Recht der kollektiven Kapitalanlagen*, Zürich 2007, § 2, N 101 ff.

57 Siehe zum Konzept des regulatorischen Mindeststandards im Zusammenhang mit Selbstregulierung vorne C.II.1.

tionspflichten insbesondere auch eine Offenlegung der mit einer Fondsanlage verbundenen *Performance* und *Kosten*.⁵⁸

Wichtiger und weitaus konkreter ist die *Richtlinie für Transparenz bei Verwaltungskommissionen* vom 7. Juni 2005, die detaillierte Angaben über die Modalitäten der Offenlegung enthält. Ziff. 2 der Richtlinie verlangt, dass im Fondsprospekt die Höhe der verschiedenen Bestandteile der pauschalen Verwaltungskommission aufgeführt wird. Dabei müssen die Kommissionen aufgeschlüsselt werden nach *Leitung*, *Asset Management* und *Vertrieb*. Die Richtlinie lässt es zu, dass Höchstsätze angegeben werden. Diese dürfen in ihrer Summe den Satz der Verwaltungskommission, bzw., wenn das Fondsreglement einen Maximalansatz enthält, den effektiv angewandten Satz, maximal um 50 % übersteigen. Die Verwaltungskommission bildet dabei aber stets die oberste Limite für die Belastung des Fonds.⁵⁹ Die EBK hat jedoch aufgrund der Regulierungstendenzen im europäischen Raum einstweilen einen Aufschub des Inkrafttretens von Ziff. 2 der Richtlinie genehmigt, so dass zur Zeit fraglich ist, ob Ziff. 2 in dieser Form überhaupt jemals Anwendung finden wird.⁶⁰

Die *Verhaltensregeln für Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen* vom 6. Juli 2007 behandeln das Honorar nicht explizit, enthalten jedoch allgemeine Treuepflichten.

Grundsätze für die Erhebung einer erfolgsabhängigen Kommission (*performance fee*) sind schliesslich dem Anhang II der Wegleitung für Gesuche betreffend die Genehmigung des Fondsvertrags eines Anlagefonds (Ausgabe vom 27. September 2007) zu entnehmen.⁶¹ Gemäss Anhang II war die Erhebung einer *performance fee* bei Immobilienfonds untersagt. Diese Grundsätze sind seit November 2007 nun jedoch in dieser Form nicht mehr anwendbar: Die EBK hat nämlich – auf Vorstösse aus der Industrie hin, in welchen zu Recht darauf hingewiesen worden war, dass es bei einem funktionierenden

58 Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft vom 30. August 2000, C. Informationspflichten, S. 6.

59 Nachfolgend sei beispielhaft anhand willkürlich gewählter Zahlen illustriert, wie die Offenlegung konkret zu erfolgen hat.

Grundgebühr:

Administration: Max. 0.4% p.a.

Verwaltung des Fondsvermögens: Max. 1% p.a.

Vertrieb: Max. 0.4% p.a.

Total: Bis zu einem maximalen Prozentsatz von 1.5% p.a.

60 Siehe hierzu SANDRO ABEGLLEN, «Retrozession» ist nicht gleich «Retrozession»: Zur Anwendbarkeit von Art. 400 Abs. 1 OR auf Entschädigungen, die an Banken geleistet werden insbesondere im Fondsvertrieb, in SZW 2/2007, S. 122 ff., S. 132.

61 Eine erfolgsabhängige Verwaltungskommission (*performance fee*) kann an sich nur so berechnet werden, dass das Nettofondsvermögen pro Anteil mit einem Referenzmasstab (*Benchmark*) oder die Performance mit einer Soll-Mindestrendite (*Hurdle Rate*) verglichen wird. Zu beachten war schliesslich das Prinzip der *High-Water-Mark*: Der Fonds muss seit der letzten Erhebung der *performance fee* eine *outperformance* erzielt haben.

Markt nicht Sache einer Behörde ist (von Missbrauchsfällen abgesehen), inhaltlich auf Preise einzuwirken – einen Entscheid betreffend die *performance fee* getroffen; danach wird neu auf eine inhaltliche Regulierung der *performance fee* verzichtet und es wird den Marktteilnehmern überlassen, die Kriterien zur Erhebung dieser Kommission zu bestimmen. Die Voraussetzungen, unter denen eine *performance fee* erhoben werden darf, haben indessen klar aus den Dokumenten der kollektiven Kapitalanlage hervorzugehen (Regulierung durch Transparenz). Der Anhang II «Performance Fee» der Wegleitung, welche die Gesuche um Genehmigung der kollektiven Kapitalanlage behandelt, wird damit aufgehoben.⁶²

Eine weitere Bestimmung zur Verwaltungskommission enthält Art. 31 Abs. 4 KKV,⁶³ wonach zwingend eine Reduktion der Verwaltungskommission bei Investitionen der kollektiven Kapitalanlage in ein mit der Fondsleitung oder der körperschaftlichen Anlagestruktur verbundenen Zielfonds erfolgen muss (Verbot des «*Double Dipping*»⁶⁴).

Eine Reihe von Vorschriften bestehen schliesslich auch in Bezug auf die für die Transparenz wichtige «*Total Expense Ratio*» (TER)⁶⁵ und «*Portfolio Turnover Rate*» (PTR).⁶⁶ Massgebend ist hier die Richtlinie der SFA zur Berechnung und Offenlegung der TER und PTR vom 25. Januar 2006. Die entsprechend der Richtlinie ermittelten Kennzahlen sind im vereinfachten Prospekt und im Jahresbericht offenzulegen (Art. 107 KKV, 79 KKV-EBK⁶⁷).

3. Rechtsfolgen

Die erwähnten Grundsätze sind als verbindlicher regulatorischer Mindeststandard von der kollektivanlagegesetzlichen Revisionsstelle zu prüfen. Der zentrale aufsichtsrechtliche Massstab auch bei den Anbietern kollektiver Kapitalanlagen ist die *Gewähr für einwandfreie Geschäftsführung* (Art. 14 Abs. 1 lit. a KAG), weshalb insbesondere bei wiederholten oder schweren Verletzungen dieser Grundsätze die Gewährpflicht gemäss Art. 14 Abs. 1 lit. a KAG tangiert sein kann.⁶⁸

62 Siehe <http://www.ebk.admin.ch/dl/aktuell/index.html>; dort unter November 2007.

63 Verordnung vom 22. November 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV).

64 Näheres dazu bei HASENBÖHLER, (Fn. 56), § 4, N 204; vgl. auch den Erläuterungsbericht zur KKV, S. 16, wo das Verbot des *Double Dipping* auch mit der Treuepflicht in Verbindung gebracht wird.

65 Die Gesamtheit der Kosten, die dem Fonds belastet werden (*Betriebsaufwand*) wird retrospektiv als Prozentsatz des Fondsvermögens angegeben.

66 Ein Indikator für die *Nebenkosten*, die dem Fonds beim Kauf und Verkauf von Anlagen erwachsen.

67 Verordnung der EBK vom 21. Dezember 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV-EBK).

68 HASENBÖHLER, (Fn. 56), § 3, N 153.

IV. Ergebnis

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die aufsichtsrechtlichen und selbstregulatorischen Vorschriften den juristisch richtigen Ansatz verfolgen: Sie verlangen eine verbindliche Vereinbarung des Vermögensverwaltungshonorars und angemessene Transparenz über die Bemessung des Honorars. Dies gilt sowohl für die individuelle Vermögensverwaltung als auch für die kollektiven Kapitalanlagen, wobei bei letzteren, nicht zuletzt weil der persönliche Kontakt zwischen dem Vermögensverwalter und dem Kunden dort fehlt, wesentlich höhere Anforderungen an die standardisierte Offenlegung im Bereich Kosten und Honorar gestellt werden. Neuerdings hat die Eidg. Bankenkommision (EBK) sodann davon Abstand genommen, inhaltliche Anforderungen zu Honorarfestlegungsmethoden, wie z.B. Performance Fee, aufzustellen, notabene und zu Recht unter Hinweis auf die entsprechenden Anforderungen an die Transparenz und vorbehaltlich eines Einschreitens in Missbrauchsfällen. Letzteres gebietet bereits der Schutz des Finanzplatzes und aller reputierten Finanzmarktakteure.

Soweit selbstregulatorische Normen wie die Standesregeln des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter Höchstgrenzen für das Vermögensverwaltungshonorar stipulieren, sollten sie bei Gelegenheit darauf hin überprüft werden, ob sie so beibehalten werden sollten bzw. nicht zumindest eine Differenzierung nach Art der Anlagetätigkeit angezeigt wäre. Denn mittlerweile wird eine viel grössere Bandbreite von Mandatstypen (z.B. fondsbasierte Verwaltung) und Anlagestrategien angeboten als früher.

D. It is hard to beat the market . . . in particular after cost: Rechtliches zum Verhältnis von Anlagekosten und erwartbarer Performance

I. Erkenntnisse der Portfolio-Theorie

In diesem Kapitel soll – gleich wie im zugrunde liegenden Referat – in einigen Gedanken den rechtlichen Implikationen von folgenden Erkenntnissen der Portfolio-Theorie nachgegangen werden: Es gelingt nur relativ wenigen Vermögensverwaltern mit Mandaten für Anlageklassen, für die es weitgehend⁶⁹ effiziente Märkte gibt, über eine lange Zeitperiode konsistent eine Performance zu erreichen, die über der Marktentwicklung liegt. Dies scheint gleichsam ein Naturgesetz zu sein, kann doch – in einem zumindest *mittel-*

69 Siehe dazu SANFORD J. GROSSMAN/JOSEPH E. STIGLITZ, in: Information and Competitive Price Systems, The American Economic Review, 66 (1976) (2), S. 246–253.

stark⁷⁰ effizienten Markt – eine Mehrperformance nur unter Inkaufnahme höherer, systematischer Risiken erzielt werden. Realisiert sich das Risiko, wird die Performance zumindest um die angefallenen Vermögensverwaltungskosten unter der Marktperformance liegen. Umgekehrt bedeutet dies aber auch, dass ein Vermögensverwalter, der aufgrund eines entsprechenden (häufigen) Kundenwunsches kein gegenüber der vorgegebenen Vergleichsgrösse (*Benchmark*) relevantes erhöhtes Risiko eingehen darf, in einem theoretisch gedachten vollständig effizienten Markt die Marktentwicklung nicht schlagen kann. Dass es dennoch Vermögensverwalter gibt, die, wie etwa der bereits zitierte Warren T. Buffet, über *so lange* Perioden eine risikoadjustierte Performance erzielen, die über der Marktentwicklung liegt, so dass ausgeschlossen werden kann, sie seien einfach nur vom Glück begünstigt, hat folgende Gründe: Kein Markt ist vollständig effizient, so dass ein gewiefter Vermögensverwalter *Ineffizienzen* ausnutzen kann, um eine erhöhte Performance zu erzielen. In der Tat *müssen* Märkte für ein reibungsloses Funktionieren gar einen gewissen Grad an Ineffizienz aufweisen, damit für die Akteure überhaupt ein Anreiz zur – kostenintensiven – Produktion marktpreisrelevanter Information besteht. Ansonsten hätten Finanzintermediäre kaum einen Anreiz, hoch bezahlte Analysten zu beschäftigen, um kursrelevantes Wissen und durch entsprechende Kauf- oder Verkaufssignale einen Mehrwert generieren zu können. Würden umgekehrt alle Finanzmarktteilnehmer über denselben Wissensstand verfügen, so würde sich, in welcher Form auch immer gearbetetes Research nicht auszahlen. Allerdings braucht es aus einer statistischen Warte gesehen sehr lange Zeiträume, während derer ein Vermögensverwalter seinen passiven Vergleichsindex konsistent übertreffen muss, um mit auch für einen Ökonometriker hinreichenden Sicherheit auf die Existenz des «Skill-Faktors» schliessen zu können. Viel eher liegt hingegen die Vermutung nahe, dass es sich bei den meisten Vermögensverwaltern mit einer lang anhaltenden Überperformance um ein dem Gesetz der grossen Zahl folgendes statistisches Phänomen handelt.⁷¹

In der Terminologie der Portfolio-Theorie ausgedrückt spricht man in diesem Zusammenhang davon, dass nach Abzug der Vermögensverwaltungskosten systematisch ein «*positives Alpha*» erzeugt werden sollte. Alpha ist das

70 Siehe für eine Klassifikation dieser Terminologie EUGENE F. FAMA, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Volume 25 (1970), S. 383–417.

71 Grundsätzlich lässt sich argumentieren, dass die Vielzahl der Vermögensverwalter resp. die von ihnen erzielte Anlageperformance in etwa durch eine Normalverteilung beschrieben werden kann. Damit ist es ein rein statistisches Artefakt, dass es auch nach mehreren Jahren immer noch einige wenige Vermögensverwalter geben kann, die – rein zufällig – in ihren Prognosen immer richtig gelegen sind, ohne über effektives Mehrwissen zu verfügen. Entsprechend braucht es mitunter lange Horizonte, bis die überdurchschnittliche Prognosefähigkeit eines Managers auch nach statistischen Kriterien belegbar ist.

Mass für die Performance eines Portfolios relativ zu einem Benchmark unter Berücksichtigung des eingegangenen Risikos. Wenn Alpha grösser als 0 ist, bedeutet dies, dass ein Vermögensverwalter die Entwicklung des durch den Benchmark abgebildeten Referenzmarktes geschlagen hat, wobei die unterschiedliche Risikoexposition von Portfolio und Benchmark in die Beurteilung der Güte des Vermögensverwalters einfließt.⁷² Gelingt einem Vermögensverwalter dies, so hat er, im Vergleich zu einer rein passiven Anlagestrategie, welche die Entwicklung eines bestimmten Marktindizes – den es jedoch auch nicht gratis gibt! – einfach repliziert, einen Mehrwert geschaffen.

Ein positives Alpha schliesst natürlich nicht aus, dass der absolute Wert des Portfolios sinkt; jede relative Strategie bewirkt eine Wertentwicklung, die – mehr oder weniger stark – derjenigen der Marktentwicklung entspricht. Anders ist es bei sogenannten absoluten Strategien, wo versucht wird, unabhängig von der Marktentwicklung stets eine positive Performance zu erzielen; dabei ist klar, dass eine solche Strategie in einer Hausse gegenüber einer relativen Strategie schlechter abschneidet, dafür bei einer Baisse bessere Resultate liefert als eine relative Strategie, und (hoffentlich) auch im Falle einer Baisse immer noch eine positive Performance aufweist.

II. Fragestellung

Vor diesem Hintergrund stellen sich die Fragen,

- ob und wann eine aktive Verwaltung gegenüber einer rein passiven, einen bestimmten Marktindex replizierende Verwaltung Sinn macht;
- um wie viel höher die Kosten einer aktiven Vermögensverwaltungsstrategie gegenüber einer passiven Strategie sein dürfen, ohne die Wahl der aktiven Strategie von vornherein als sinnlos erscheinen zu lassen.

III. Ökonomische Annäherung

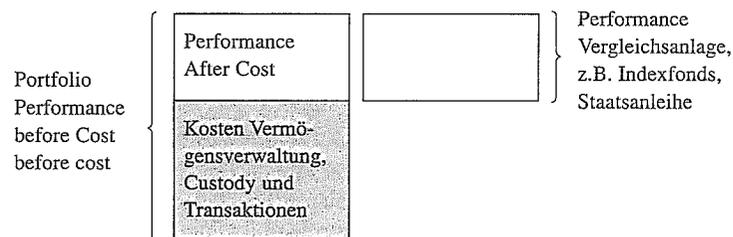
Vereinfacht ausgedrückt ist eine aktive Verwaltung naturgemäss zum einen unumgänglich, wo eine passive Strategie mangels genügend liquider und gut funktionierender Märkte nicht umgesetzt werden kann⁷³ und zum zweiten natürlich immer dann, wenn eine «*absolute return*»-Strategie gewählt wird, da

72 So ist es durchaus möglich, dass ein Vermögensverwalter trotz einer im Vergleich zum Benchmark absolut höheren (tieferen) Rendite ein negatives (positives) Alpha erzielt, da ein zu hohes (wesentlich tieferes) Portfoliorisiko im Vergleich zum Benchmark eingegangen worden ist.

73 So bieten z.B. auch die weltgrössten Anbieter von Indexfonds kaum passive Fonds für gewisse Emerging Markets wie z.B. die Philippinen und Staaten Afrikas an; wo es Indexprodukte auf solchen Märkten gibt, sind diese deutlich teurer als Indexfonds, die hoch entwickelte Märkte abdecken.

hier nicht die Entwicklung eines Index passiv repliziert werden kann. Sodann ist eine aktive Verwaltung angezeigt, wenn ein Anleger bzw. sein Vermögensverwalter darauf setzen, dass es dem Vermögensverwalter in der relevanten Zeitperiode gelingen möge (ohne dass dafür eine Garantie bestünde), ein positives Alpha zu erwirtschaften, oder wo der Anleger nicht bereit ist, die periodisch erhöhten Wertschwankungen bestimmter Märkte durchzustehen, sondern in solchen Fällen vom Vermögensverwalter ein Über- oder Untergewicht bestimmter Anlageklassen erwartet. Grundsätzlich lässt sich ein aktiver Ansatz dabei insbesondere für solche Märkte und Anlageklassen rechtfertigen, in denen die Informationsgenerierung und -verarbeitung preisrelevanter Informationen hinreichend ineffizient abläuft.

Bei jeder Vermögensverwaltung, passive wie aktive, individuelle wie kollektive, «vernichten» die Verwaltungsgebühren⁷⁴ zwingend einen Teil der Performance. Das Verhältnis von erwarteter, risikoadjustierter Performance und Verwaltungsgebühr sollte deshalb so sein, dass der Sinn der gewählten Strategie dank deren Kosten nicht in Frage gestellt wird. Das könnte am Beispiel einer aktiven, sich an einem Benchmark orientierenden Strategie ausgedrückt etwa dann der Fall sein, wenn die angesichts der relevanten Anlageklassen realistischerweise zu erwartende⁷⁵ Performance nach Abzug der Kosten tiefer wäre als eine gleich riskante passive Anlage oder gar als der risikofreie Zinssatz.⁷⁶ Wenn letzteres der Fall wäre, würde man besser eine Anlage in eine Anleihe in Hartwährung eines höchstbewerteten Staates tätigen (wenn es sich dabei um die Referenzwährung des Anlegers handelt). Die nachfolgende Darstellung soll dies veranschaulichen.



⁷⁴ Zudem sind noch die Transaktionskosten zu berücksichtigen, wenn es sich bei der Vermögensverwaltungsgebühr nicht um eine «all inclusive fee» handelt, wie sie in jüngerer Zeit von institutionellen Kunden öfter verlangt wird.

⁷⁵ Nicht relevant ist selbstverständlich die dann zumal tatsächlich erreichte Performance.

⁷⁶ Technisch ausgedrückt: Das erwartete Alpha der Strategie ist negativ – dies ist besonders vorgehend in demjenigen Falle, bei welchem eine riskante Strategie weniger Rendite erwarten lässt als eine risikolose Verzinsung.

Dabei versteht sich, dass sich das Problem – neben dem bereits diskutierten Grad an Markt(-in-)effizienz – konzeptionell erhöht bei aktiven Einzelmandaten und bei aktiv verwalteten kollektiven Kapitalanlagen stellt, die in Anlageklassen mit relativ geringer Rendite investieren, wie z.B. Geldmarktanlagen und Obligationen in Hartwährungen erstklassiger Schuldner.⁷⁷ Dies selbst wenn die Vermögensverwaltungshonorare für Geldmarkt- und Obligationenportfolios – wie bei schweizerischen Banken in der Regel der Fall – deutlich tiefer angesetzt sind als diejenigen für Aktien- oder gemischte Mandate.⁷⁸

IV. Konsequenzen des Auftragsrechts für die Frage der Kostenhöhe und diesbezügliche Aufklärungs- und Informationspflichten des Beauftragten

Das Bundesgericht wendet auf den Vermögensverwaltungsvertrag die Regeln des einfachen Auftrages an (Art. 394 ff. OR).⁷⁹ Dabei wird die auftragsrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht (Art. 398 OR) dahingehend präzisiert, dass der Bank eine *umfassende Interessenwahrungspflicht* zukommt.⁸⁰ Die vermögensverwaltende Bank übernimmt demnach die umfassende Fürsorge für das übertragene Vermögen und ist entsprechend zur dauernden Überwachung verpflichtet.⁸¹ Der Beauftragte hat im Rahmen von Art. 398 Abs. 2 OR insbesondere auch eine *Treuepflicht*. Diese verpflichtet die Bank als Vermögensverwalterin während der Auftragsabwicklung zur Wahrung der Interessen des Auftraggebers. Auf die Vermögensverwaltung bezogen bedeutet dies, dass die Bank ihre Interessen an der Erlangung einer möglichst hohen Entschädigung nicht unter Benachteiligung der Interessen des Auftraggebers, sprich ohne Rücksicht auf die mögliche, erwartbare Performance, maximieren darf.

⁷⁷ Neuerdings wird dieser Aspekt auch im breiten Publikum diskutiert; siehe dazu Tages-Anzeiger vom 5. November 2007 mit dem Titel: «Obligationenfonds fressen fast die Hälfte der Zinserträge auf.»

⁷⁸ Gemäss Gebührentabelle einer bedeutenden Schweizer Bank beträgt die Vermögensverwaltungsgebühr für Aktienportfolios bis zu einer bestimmten Vermögensgrösse 1.6%, für Obligationenportfolios dagegen nur 1%. Die gleiche Bank empfiehlt sodann, Vermögensverwaltungsmandate nur ab einer Portfolio-Grösse von mindestens CHF 1 Mio. abzuschliessen, was ebenfalls sachgerecht ist, da bei geringerer Portfolio-Grösse die z.T. anwendbaren Minimalgebühren im Verhältnis zur möglichen Performance bzw. im Vergleich zu einer Kollektivanlage nicht mehr durch die Vorteile eines Einzelmandats aufgewogen werden können. Darüber hinaus stellt sich das Problem, dass ein klassisches aktives Mandat einen relativ hohen Anlagebetrag voraussetzt, um eine genügend hohe Diversifikation zu erreichen, ohne wegen der ebenfalls einen bestimmten unteren Fixpreis aufweisenden *Brokerage-Fees* einen zu hohen Transaktionskostenanteil in Kauf nehmen zu müssen.

⁷⁹ BGE 133 III 97, E. 7; 4C. 432/2005.

⁸⁰ BGE 133 III 97, E. 7.1.1.

⁸¹ CHRISTIAN THALMANN, Von der vorvertraglichen Aufklärungspflicht der Bank zur börsengesetzlichen Informationspflicht des Effekthändlers, in: Festschrift für Jean Nicolas Druey, Zürich 2002, S. 975 ff.

Eine wichtige Funktion – für den Kunden aber auch die Bank – haben in diesem Zusammenhang die (vertraglichen) *Aufklärungs- und Informationspflichten*. Der Beauftragte hat den Auftraggeber «von sich aus und vor Beginn der Ausführung des Auftrages gestützt auf sein Fachwissen nach den Umständen des Falles über Art, Zweck, Funktionsweise, Chancen und Risiken der Auftragsausführung aufzuklären».⁸² Im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung ist davon auszugehen, dass dem Vermögensverwalter sogar noch gewisse *vorvertragliche* Aufklärungspflichten zukommen,⁸³ wobei diese Fragestellung beim Vermögensverwaltungsvertrag wenig relevant ist, da die Information und Beratung des Anlegers über die Chancen und Risiken einer bestimmten Anlagestrategie, genau gleich etwa wie die *Suitability-Prüfung*, als normaler Weise bereits unter dem Auftrag erbracht betrachtet werden dürften. Für die konkrete Bestimmung des *Umfanges* der Aufklärung und Beratung ist nach dem für die Befriedigung des Aufklärungsbedürfnisses erforderlichen Informationsstandes zu fragen,⁸⁴ so dass der Anleger sich «en connaissance de cause» für eine bestimmte Anlagestrategie und deren Risiken und Kosten entscheidet.⁸⁵ Eine wichtige Rolle spielen dabei sowohl bei den vorvertraglichen Informations- und den vertraglichen Beratungspflichten auch der Kenntnisstand, der Informationsbedarf und die Erfahrung des Anlegers.⁸⁶ Einen sachkundigen Anleger muss die Bank nicht darauf hinweisen, dass die vorgesehene Vermögensverwaltungsgebühr von 1.5 % p.a. für ein Mandat «schweizerische Geldmarktanlagen» aufgrund der aktuellen Rendite dieser Anlageklasse nicht ratsam wäre. Abgesehen davon, dass im institutionellen Geschäft, in dem derartige Mandate angeboten werden, solch hohe Gebühren für entsprechende Mandate im Bereich der Phantasie liegen, und dass es im gewöhnlichen Private Banking kaum solche spezifischen Mandate gibt (und, wenn ja, selbstverständlich nur mit deutlich reduzierter Vermögensverwaltungsgebühr), würde man gegenüber sachkundigen Anlegern eine Aufklärungspflicht des Vermögensverwalters über das Verhältnis von verlangtem Honorar und Kosten verlangen bzw. im Rahmen der Sorgfaltspflicht eine Beratung, wie die Gelder bei gegebenen Renditeerwartung, (subjektiver) Risikoneigung, (objektiver) Risikofähigkeit und spezifischen Liquiditäts- und Anlagebedürfnissen anders bzw. besser angelegt werden können.

82 WOLFGANG WIEGAND/CORINNE ZELLWEGER-GUTKNECHT, *Privatrechtliche Probleme der Vermögensverwaltung*, Berner Bankrechtstag (BBT) Band 11, Bern 2005, S. 34; vgl. auch SANDRO ABEGGLEN, *Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft*, Bern 1995, S. 182.

83 CHRISTIAN THALMANN (Fn. 81), S. 971 ff.; vgl. für das System von vorvertraglichen Aufklärungspflichten ferner WOLFGANG WIEGAND, *Von der Obligation zum Schuldverhältnis*, recht 1997, S. 85 ff.

84 ABEGGLEN, *Aufklärungspflichten*, (Fn. 82), S. 164.

85 ABEGGLEN, *Aufklärungspflichten*, (Fn. 82), S. 164.

86 ABEGGLEN, *Aufklärungspflichten*, (Fn. 82), S. 172.

V. Aufsichtsrechtliche und selbstregulatorische Aspekte und Informationspflichten

Die Vermögensverwaltungstätigkeit kann in der Schweiz bewilligungsfrei und von jedermann ausgeübt werden. Sofern damit jedoch eine Bank (oder ein Effektenhändler oder eine Fondsleitung, die neu ja auch Einzelmandate betreuen dürfen) befasst sind, sind eine Reihe von aufsichtsrechtlichen Bestimmungen zu beachten, die indirekt auch einen Einfluss auf die Vermögensverwaltungstätigkeit haben:

Eine Bank (und gleiches gilt für Effektenhändler und Fondsleitungen bzw. KAG-Vermögensverwalter) hat als Bewilligungsträgerin ständig *Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit* zu bieten (Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG). Diese Bestimmung ist nach der Praxis der EBK verletzt bei einem «Verstoss gegen einschlägige Rechtsnormen, interne Regelwerke, Ständesregeln, vertragliche Vereinbarungen mit Kunden oder die *Treue- und Sorgfaltspflicht* diesen gegenüber.»⁸⁷ Somit kann jedenfalls eine schwerwiegende oder systematische Verletzung der auftragsrechtlichen Treuepflicht im Zusammenhang mit dem Verhältnis von Performance und Verwaltungsgebühr im oben dargestellten Sinn eine Reflexwirkung auf die (öffentlichrechtliche) Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit haben.⁸⁸

Weiter ergibt sich sowohl aus Art. 11 BEHG als auch aus Art. 8 der Verhaltensregeln für Effektenhändler der SBVg, dass dem Bankkunden aus *Interessenkonflikten* keine Nachteile erwachsen dürfen.⁸⁹ Mit Blick auf das Verhältnis von Performance und Verwaltungsgebühr dürfte dies bedeuten, dass nicht eine Vermögensverwaltungsgebühr belastet werden darf, die unter Berücksichtigung der realistisch erwartbaren Brutto-Performance eine risiko-adäquate Netto-Performance der Anlagen bzw. des Mandats von vornherein verunmöglichen würde (den wohl eher theoretischen Fall vorbehalten, da ein Kunde, nachdem er auf dieses Problem aufmerksam gemacht oder abgemahnt wurde, auf der Durchführung des Mandats bestehen würde).

VI. Interessenwahrungspflicht im Fondsgeschäft

Gleiches gilt im Fondsgeschäft: Art. 20 Abs. 1 lit. a KAG statuiert für alle Bewilligungsträger des KAG eine Treuepflicht: «[Die Bewilligungsträger] [...] handeln unabhängig und wahren ausschliesslich die Interessen der Anlegerinnen und Anleger.» Das Gesetz verlangt hier Grosses, und scheint, wenn

87 EBK-Bulletin 45/2003, S. 170, Hervorhebung hinzugefügt.

88 Vgl. oben D.IV.

89 EBK-Bulletin 45/2003, S. 171; vgl. auch Objectives and Principles for Securities Regulation der IOSCO vom September 1998, Ziff. 12.5; ERIC STUPP/DIETER DUBS, N 72 ff. zu Art. 11 BEHG in Basler Kommentar zum Börsengesetz, Basel 2007.

man es rein grammatikalisch auslegen würde, einen zu pauschalen Standard anzusetzen, den etwa ein *Fondsvertriebsträger*, der jedenfalls in dieser Eigenschaft allein zum Anleger nicht in einem Auftragsverhältnis steht, naturgemäss gar nicht erfüllen kann: Entsprechend ist diese Interessenwahrungspflicht bei einem *Fondsvertriebsträger* in analoger Weise wie die Verhaltenspflichten in Art. 11 BEHG zu interpretieren bzw. hat dieser das folgende zu erfüllen: Informationspflichten, Pflicht zur Sicherstellung des Vermeidens einer Benachteiligung durch potentielle Interessenkonflikte,⁹⁰ Verbot des *Misselling*⁹¹ sowie, falls Beratung angeboten wird, Pflicht zu objektiver Beratung. Dass Art. 20 Abs. 1 KAG, der gemäss Ingress bloss «Grundsätze» aufstellt, wie soeben dargelegt zu interpretieren ist, folgt im übrigen auch aus Art. 24 KAG, der speziell die Verhaltensregeln für den «Vertrieb» festlegt, und in Abs. 1 verlangt, dass die Bewilligungsträger Vorkehrungen treffen müssen, die notwendig sind, um eine *seriöse Akquisition und – richtig interpretiert: falls eine solche erfolgt – objektive Beratung – sicherzustellen*. Zu beachten ist auch die in Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG entsprechend formulierte Informationspflicht gemäss Art. 34 KKV.⁹²

Mit Bezug auf die Fondsleitung, welche zum Anleger in einer zumindest auftragsähnlichen Rechtsbeziehung steht (Kollektivanlagevertrag) und die KAG-Vermögensverwalter ist das der Treuepflicht von Art. 20 Abs. 1 KAG zugrunde liegende Konzept klar: Es soll – im Falle von Interessenkonfliktsituationen – verhindert werden, dass der Bewilligungsträger seinen Gewinn *in Benachteiligung der Interessen* des Anlegers maximiert.⁹³ Das bedeutet z.B., dass die Fondsleitung nicht einen Fonds auflegen kann, bei welchem bei Eintritt der realistischerweise erwartbaren Bruttoerformance wegen der Kosten quasi programmiert ein Verlustgeschäft für den Anleger resultieren würde. Hingegen verbietet diese Norm einer Fondsleitung natürlich nicht,

90 Siehe dazu ausführlich SANDRO ABEGLLEN, Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen – Interessenkonflikte und Chinese Walls bei Banken- und Wertpapierhäusern, (Habil.), Bern 2004; SANDRO ABEGLLEN, Investment Research – How to Solve Conflicts of Interest More Efficiently, in: Conflicts of Interest – Corporate Governance and Financial Markets, Luc Thévenoz/Rashid Bahar (Editors) Genf 2007, S. 171 ff.

91 Letzteres verstanden als «practice of a salesperson misrepresenting or misleading an investor about the characteristics of a product or service. In an effort to make a sale to a potential customer, a financial products salesperson could leave out certain information or describe a financial product as something the investor urgently needs, even though sound financial judgment would come to the opposite conclusion.» Siehe <http://www.investopedia.com/terms/ml/miselling.asp>.

92 Die entsprechenden Pflichten betreffend Fondsvertrieb werden in der Selbstregulierung der Swiss Funds Association konkretisiert, insbesondere im sogenannten Code of Conduct (offiziell: Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft) sowie den SFA Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen samt deren Anhang: Bestimmungen für Vertriebssträger und dem Mustervertriebsvertrag.

93 HASENBÖHLER, (Fn. 56), § 4, N 196.

z.B. höhere Verwaltungsgebühren zu verlangen als die Konkurrenz, solange gesagt werden kann, dass eine Anlage in den Fonds bei Eintreffen der erwarteten Performance ökonomisch Sinn macht. Analoges gilt für den KAG-Vermögensverwalter. Hinzukommt, dass im Fondsbereich wie nirgendwo sonst sehr hohe Anforderungen an die Offenlegung der Verwaltungsgebühren und Kosten bestehen, so dass Anleger sich in dieser Hinsicht informieren können.

VII. Zwischenergebnis

Es kann festgehalten werden, dass eine Bank grundsätzlich wie jeder Auftragnehmer, der nicht einer Preiskontrolle unterliegt, frei ist in der Festsetzung ihrer Honorare. Der Markt soll entscheiden, wie viel eine Dienstleistung wert ist. Ungeachtet dessen muss sich eine vermögensverwaltende Bank (wie auch ein anderer Vermögensverwalter) um das Verhältnis von Performance und Verwaltungsgebühren einer Anlage nicht nur aus offensichtlichen unternehmerischen Gründen (Wahrung der Kundenzufriedenheit, Reputation, etc.), sondern auch aufgrund juristischer Aspekte kümmern, ist die vermögensverwaltende Bank bzw. der Vermögensverwalter doch bei der Auftragsausführung den Interessen des Anlegers verpflichtet.

Konkret obliegt es der Bank zunächst, durch geeignete organisatorische Massnahmen (z.B. *Review* von neuen Strategien und deren erwarteter Performance vor und nach Kosten, inklusive Benchmarking etc. durch ein *New Business Approval Committee* oder ähnliches) sicherzustellen, dass nicht Mandatstypen geführt werden, in welchen ein Missverhältnis zwischen möglicher Performance und den durch das Mandat verursachten Kosten besteht. Würde ein solches Missverhältnis in einem Einzelfall drohen, z.B. weil der Kunde trotz sehr tiefer Anlagesumme auf dem Abschluss eines Mandats besteht, hat die Bank – wenn sie sich darauf überhaupt einlassen will, wozu sie nicht verpflichtet ist und es wohl besser auch nicht tun sollte – den Kunden *abzumahlen*. Umgekehrt kann hieraus natürlich auch abgeleitet werden, dass es bei Anlagestrategien, die – naturgemäss mit entsprechendem Risiko – eine sehr hohe Renditechance aufweisen, falsch wäre, eine absolute Obergrenze für die Vermögensverwaltungsgebühren zu stipulieren. Analoges gilt für Fondsleitungen und KAG-Vermögensverwalter bei der Verwaltung von kollektiven Kapitalanlagen.

E. Hinweis betreffend Retrozessionen

Im Referat, das diesem Aufsatz zugrund liegt, gab der Schreibende einen Überblick über den aktuellen Stand der Diskussion über Retrozessionen, wie

sie durch BGE 132 III 460 ff. ausgelöst worden ist.⁹⁴ Angesichts der aktuellen Publikationen zum Thema begnüge ich mich hier mit einem ganz knappen Überblick zum Status Quo: Gemäss BGE 132 III 460 sind Retrozessionen dem Auftraggeber herauszugeben, es sei denn, dieser habe darauf gültig verzichtet. Im Einzelfall sind Retrozessionen nach dem folgenden Schema zu analysieren:

- i) Zunächst ist zu prüfen, ob eine in Frage stehende Zahlung überhaupt unter OR 400 I falle,⁹⁵ denn nicht jede Entschädigung, die als Retrozession oder ähnlich bezeichnet wird, unterliegt tatsächlich der Herausgabepflicht, sei es etwa, weil der Zahlungsempfänger zum Kunden nicht in einem relevanten Auftragsverhältnis steht, oder weil der erforderliche innere Zusammenhang (im Sinne von Art. 400 Abs. 1 OR) zwischen Zahlung und Auftragsverhältnis des Zahlungsempfängers zum Kunden nicht gegeben ist; beides ist oft etwa im Fondsbereich der Fall.⁹⁶ Besonders zu behandeln sind dabei konzerninterne Zahlungen, die je nach Konstellation ebenfalls nicht unter Art. 400 Abs. 1 OR fallen.⁹⁷
- ii) Erst wenn eine konkrete Zahlung unter Art. 400 Abs. 1 OR fällt, ist zu fragen, welches die Anforderungen an den auch im voraus möglichen Verzicht auf Ablieferung sind; auch dies ist eine komplexe Rechtsfrage, die sich nicht pauschal beantworten lässt. Gerade auch nicht durch blosser Bezugnahme auf den Bundesgerichtsentscheid, der sich nicht zu einem expliziten Verzicht äussern musste, sondern einen angeblichen stillschweigenden Verzicht betraf.⁹⁸

Ein besonderes Augenmerk ist schliesslich im Zusammenhang mit Zahlungen, die eine Bank bei der Vermögensverwaltung erhält, den Fragen der Inte-

94 Vgl. für Darstellungen einzelner Aspekte der Retrozessionsproblematik die folgenden Publikationen sowie die darin jeweils zitierte Literatur, wobei die neuesten Aufsätze zuerst aufgeführt werden: PETER NOBEL/ISABEL STIRNIMANN, Zur Behandlung von Entschädigungen im Vertrieb von Anlagefonds- und strukturierten Produkten durch Banken – Eine Untersuchung im Lichte des Bundesgerichtsentscheids BGE 132 III 460, SZW 5/07, S. 343 ff.; SANDRO ABEGLLEN, Verzicht auf Ablieferung von Retrozessionen – Einordnung und Anforderungen – Eine dogmatische Nachlese zu BGE 132 III 460 ff., recht 2007, Heft 5, S. 190 ff.; ROLAND VON BÜREN/HANS PETER WALTER, Die wirtschaftsrechtliche Rechtsprechung des Bundesgerichts im Jahr 2006, ZBJV 2007, S. 500 ff.; ABEGLLEN (Fn. 60); SUSAN EMMENEGGER, Anlagekosten: Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung in Anlagerecht, Schweizerische Bankrechtstagung 2007, S. 59 ff.; PETER CH. HSU, Retrozessionen, Provisionen und Finder's Fees, Bibliothek zur ZSR, Beiheft 45, 2006, S. 77 f. Siehe schliesslich auch Urteil des Kantonsgerichts Graubünden vom 30. Januar 2007, welches aufgrund des in BGE 132 III 460 ff. gefällten Rückweisungsentscheids erging.

95 Sehr ausführlich dazu ABEGLLEN (Fn. 60), S. 122 ff. sowie PETER NOBEL/ISABEL STIRNIMANN (Fn. 94).

96 ABEGLLEN (Fn. 60), S. 128 ff.; NOBEL/STIRNIMANN (Fn. 94), S. 347 ff.

97 Vgl. dazu NOBEL/STIRNIMANN (Fn. 94), S. 347

98 Pointiert von BÜREN/WALTER (Fn. 94); ausführlich ABEGLLEN (Fn. 94). In diesem Aufsatz wird auch im Detail auf die wichtige Frage nach der Gültigkeit von Verzichtsklauseln in AGB eingegangen.

ressenkonflikte zu widmen, wobei zu beachten ist, dass potentielle Konflikte nota bene nicht nur dann bestehen können, wenn eine Zahlung unter Art. 400 Abs. 1 OR fällt.⁹⁹

F. Schlussbemerkung

Vermögensverwaltung, sorgfältig ausgeführt, ist eine sehr anspruchsvolle Aufgabe, die hohe Kosten bei Personal und Infrastruktur verursacht. Erfreulicher Beleg dafür sind die hohe Wertschöpfung und die vielen Arbeitsplätze in Private Banking, Asset Management und Fondsverwaltung in der Schweiz, die auf diesem Gebiet mit den grössten Bankplätzen der Welt mithalten kann bzw. im Bereich des grenzüberschreitenden Private Banking Nummer 1 ist.

Daraus folgt, dass (gute) Vermögensverwaltung nie billig sein kann; jedoch sollte sie preiswert sein, was heisst, das Vermögensverwaltungshonorar und die übrigen Anlagekosten sollten in vernünftigen Verhältnis zur erwarteten möglichen (nicht der erreichten) Performance stehen, welche natürlich je nach Anlagemethode und -strategie völlig unterschiedlich sein kann – siehe dazu auch den letzten Absatz dieses Schlusswortes.

So wie die Kunden keine falschen Erwartungen über die realistische, nachhaltige Performance von Anlageklassen haben sollten, so müssen sie wissen, was der Preis der von ihnen eingekauften Dienstleistung ist: Transparenz darüber wird in der Schweiz in wohl vorbildlicher Weise durch eine Vielzahl von aufsichtsrechtlichen und selbstregulatorischen Vorschriften sicherstellt. Sache der Anleger ist es, diese Transparenz auch zu nutzen und dem Preis gegenüber nicht indifferent sein.

Ein mittlerweile nicht mehr neues Anliegen, das bleibt, wäre, dass die Ausbildung der breiten Anlegerkreise so sichergestellt und verbessert wird, dass diese die Informationen, die ihnen im Rahmen der Transparenz vermittelt werden, auch richtig erfassen und gewichten können.¹⁰⁰ Übertriebene Erwartungen der Anleger an die Performance von Anlageklassen und Fehleinschätzungen von Risiken von Kapitalanlagen oder der eigenen Liquiditätsbedürfnisse etc. könnten so eher vermieden werden, was nota bene auch im Interesse der Anbieter ist: Nur ein nicht enttäuschter Anleger ist ein zufriedener Kunde. Da indessen auch bei verbesserter *Investor Education* die Mehrheit der Anleger sich nicht zu Finanzmarktspezialisten mausern wird, sollte schliesslich bei der Regulierung im Bereich Transparenz immer auch beachtet werden, ob der typische Adressat überhaupt in der Lage ist, innert

99 Vgl. dazu mit konkreten Beispielen ABEGLLEN (Fn. 60), S. 130 f., sowie Bezug nehmend auf die Kundeninformation ABEGLLEN (Fn. 98), S. 203.

100 Siehe dazu SANDRO ABEGLLEN, Börsenblasen, übertriebene Performance-Ansprüche und Finanzmarktrecht, recht 2004, S. 223 ff., insbes. auch S. 234.

nützlicher Frist die zu vermittelnde Information aufzunehmen. Generell scheint dabei, dass man mit Regulierung qua Transparenz wohl bald an einem Punkt angelangt sein wird, wo ein Mehr nicht zu höherem Erkenntnisgewinn beim Anleger führt.

Letzteres aber heisst für die Banken, Fondsleitungen und Vermögensverwalter angesichts der immer komplexeren Produkte und Dienstleistungen: Inhaltlich beste Dienstleistungserbringung wird langfristig noch mehr an Bedeutung gewinnen: so erwähnte kürzlich nicht etwa ein nicht-sophistizierter Anleger, sondern der *Chief Financial Officer* eines grossen institutionellen Anlegers gegenüber dem Schreibenden, die verschiedenen bei Fonds zwingend zu publizierenden Kennzahlen zu Kosten und Transaktionshäufigkeit seien für ihn nur bedingt von Interesse: Was zähle, sei die langfristige Performance im Vergleich zum relevanten Benchmark. Anders ausgedrückt: Es ist – ungeachtet der Regelung des Auftragsrechts – der grösste Irrtum eines Vermögensverwalters, zu glauben, er «hafte» nicht für den – kostenbereinigten! – Erfolg.

Zusammenfassung

Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit Aspekten der Entschädigung für Vermögensverwaltungsdienstleistungen. Einleitend werden nach Hinweisen zum grossen Einfluss der Vermögensverwaltungskosten auf den Anlageerfolg thesenartig einige Leitlinien zu rechtlichen Würdigung bzw. Behandlung des Vermögensverwaltungshonorars gemacht. Anschliessend wird das Vermögensverwaltungshonorar aus privatrechtlicher Sicht analysiert. Während sich die Entgeltlichkeit des Vermögensverwaltungsauftrages selbst bei fehlender Vereinbarung i.d.R. bereits aufgrund der Üblichkeit eines Honorars für solche Dienstleistungen ergibt, ist dies nicht der Fall für die nicht explizit vereinbarte, akzidentielle Anlageberatung. Das Privatrecht enthält abgesehen von den generell geltenden Schranken keine speziellen Vorschriften zu Höhe und Bemessung des Vermögensverwaltungshonorars. Dagegen stipulieren standesrechtliche Bestimmungen, vorab die Vermögensverwaltungsrichtlinie der Schweizerischen Bankiervereinigung und die Standesregeln des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter, Anforderungen an die Transparenz des Vermögensverwaltungshonorars und sogar teilweise auch Vorschriften über dessen maximaler Höhe. Sehr extensiv reguliert ist das Vermögensverwaltungshonorar schliesslich im Bereich der Vermögensverwaltung für kollektive Kapitalanlagen bzw. bei Anlagefonds, worauf näher eingegangen wird. In einem weiteren Teil wird zunächst der Versuch unternommen, die ökonomischen Grundlagen aufzuzeigen, weshalb es sehr schwierig ist, eine Performance zu erreichen, die nach Abzug der Kosten über der Marktentwicklung liegt. Diese ökonomisch gesicherte Feststellung wirft die Frage nach den aufsichtsrechtlichen und privatrechtlichen Implikationen auf, auf die besonders ausführlich eingegangen wird, so etwa die Frage nach dem zulässigen Verhältnis der Kosten zur vernünftigerweise erwartbaren Performance einer bestimmten Anlagestrategie und der diesbezüglichen Informations- und Interessenwahrungspflichten des Beauftragten. Besonderer Fokus wird auch hier wiederum auf die Interessenwahrungspflicht im Fondsgeschäft gelegt, da in diesem Bereich die Regulierungsdichte am höchsten ist und daraus Rückschlüsse auf die Vermögensverwaltung im allgemeinen gezogen werden können. Aufgrund der thematischen Verwandtschaft erfolgt schliesslich ein Hinweis auf den aktuellen Status

der Diskussion in Sachen Retrozessionen, bevor in der Schlusswürdigung noch einmal auf die Wichtigkeit, aber auch die beschränkte Wirksamkeit, von Transparenz betreffend Kostenhöhe und der Bedeutung der «investor education» im Zusammenhang mit Geldanlagen eingegangen wird.

Résumé

L'exposé traite divers aspects de la rétribution de services de gestion de fortune. Après des indications relatives à la forte influence des frais de gestion de fortune sur le succès du placement, quelques distinctions sont faites sous forme de thèses au sujet de l'appréciation et du traitement juridiques des honoraires pour gestion de fortune. Ensuite, les honoraires pour gestion de fortune sont analysés sous l'angle du droit privé. Alors que le caractère onéreux du mandat de gestion de fortune même en l'absence d'une convention résulte en général déjà du caractère usuel d'honoraires pour de telles prestations de services, cela n'est pas le cas du conseil en placement qui n'a pas été convenu explicitement et accidentel. A l'exception des barrières valables généralement, le droit privé ne contient pas de prescriptions particulières relatives au niveau et au calcul des honoraires pour gestion de fortune. Par contre, des dispositions déontologiques, principalement la Directive de l'Association suisse des banquiers concernant le mandat de gestion de fortune et le Code de conduite de l'Association suisse des gérants de fortune, contiennent des exigences relatives à la transparence des honoraires de gestion de fortune et même, en partie, des prescriptions quant à leur montant maximum. Enfin, les honoraires pour la gestion de fortune sont réglementés de manière très étendue dans le domaine de la gestion de fortune pour les placements collectifs de capitaux et les fonds de placement, question qui est abordée plus en détail. Dans une autre partie, il est tout d'abord tenté de montrer les bases économiques et les raisons pour lesquelles il est très difficile d'atteindre, après déduction des frais, une Performance se situant au-delà de l'évolution du marché. Cette constatation étayée économiquement soulève diverses questions qui ont aussi une importance juridique et régulatrice, comme par exemple la question de la relation entre les frais et la Performance que l'on peut raisonnablement attendre d'une stratégie de placement déterminée et les devoirs du mandataire d'information et de sauvegarde des intérêts à ce sujet. Un accent particulier est mis ici aussi à nouveau sur le devoir de sauvegarde des intérêts dans les affaires liées à des fonds de placement, car c'est dans ce domaine que la densité de la réglementation est la plus élevée et que l'on peut en faire des déductions pour la gestion de fortune en général. Eu égard à la parenté thématique, l'exposé contient enfin des indications sur l'état actuel de la discussion dans le domaine des rétrocessions, avant de revenir, dans des considérations finales, sur l'importance, mais aussi l'efficacité limitée de la transparence concernant le niveau des frais et la signification de l'«investor education» en relation avec les placements de capitaux.