



Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA  
Isabel Grüninger  
Laupenstrasse 27  
CH-3003 Bern

Per E-Mail: [isabel.grueninger@finma.ch](mailto:isabel.grueninger@finma.ch)

Genf, 15. Juli 2024

## **Entwurf eines neuen FINMA-Rundschreibens: «Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV»**

### **Anhörung**

Sehr geehrte Frau Präsidentin, sehr geehrter Herr Direktor, sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf Ihre Einladung vom 15. Mai 2024 zur Anhörung zu einem Entwurf zu einem neuen FINMA-Rundschreiben «Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV». Wir möchten uns für diese Gelegenheit bedanken.

Als Dachverband der Vermögensverwalter vertritt der VSV die Interessen von über 2700 Mitgliedern, darunter 800 Vermögensverwaltungsunternehmen in der Schweiz. Die Vermögensverwalter in der Schweiz sind von der Vorlage direkt betroffen.

Der VSV nimmt zum Entwurf im Einzelnen wie folgt Stellung:

### **1. Notwendigkeit und Sachgerechtigkeit eines Rundschreibens zu den Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV**

- 1 Mit FIDLEG/FIDLEV wurden neue Verhaltensregeln und Organisationspflichten für Finanzdienstleister geschaffen. Die Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV sind – mit wenigen Ausnahmen – seit dem 1. Januar 2022 anzuwenden.
- 2 In einigen Punkten erscheint der Erlass eines Rundschreibens mehr als vier Jahre nach dem Inkrafttreten des Gesetzes (und zwei bis drei Jahre nach Ablauf der gesetzlichen Übergangsfristen) als verspätet. Das Rundschreiben greift Fragen auf, zu welchen sich die Praxis der Finanzinstitute unabhängig von der nun in einem Rundschreiben niederzulegenden Verwaltungspraxis der FINMA bereits entwickelt hat.

- 3 Die Finanzdienstleister haben im Rahmen der Umsetzung ihrer Pflichten nach FIDLEG/FIDLEV ihre Kundenbeziehungen (in den allermeisten Fällen) flächendeckend neu dokumentiert. Sie haben ihre gesetzlichen Pflichten zur Information und Segmentierung der Kunden vorgenommen und die vertraglichen Vereinbarungen an die neuen Bestimmungen angepasst. Ihre interne Organisation haben die Vermögensverwalter - im Rahmen der Bewilligungsverfahren – an die Vorgaben des FIDLEG angepasst.
- 4 Soweit mit dem nun geplanten Rundschreiben von der bestehenden Praxis/Usanz abgewichen werden soll, würde u.U. ein weitreichendes Re-Papering der Kundenbeziehungen notwendig werden. Dem wäre durch angemessene Übergangsfristen Rechnung zu tragen, was im Entwurf zum Rundschreiben nicht vorgesehen ist.

***Das Rundschreiben ist durch angemessene Übergangsfristen innert welcher die Finanzdienstleister die Praxisfestlegung durch die FINMA umzusetzen haben, zu ergänzen. Die Übergangsfristen sollen sich an denjenigen des FIDLEG orientieren (2 Jahre ab Inkrafttreten).***

- 5 Grundsätzlich aber begrüsst der VSV die allgemeine Stossrichtung des Rundschreibens, mehr Rechtssicherheit für alle Beteiligten – sowohl Anleger wie auch Finanzdienstleister – zu schaffen. Leider genügt der Rundschreibenentwurf diesem Anliegen (noch) nicht in allen Punkten.

## **2. Geltungsbereich des Rundschreibens**

- 6 Nach der Tabelle auf S. 1 des Entwurfs soll das Rundschreiben keine Geltung für nicht kontoführende Wertpapierhäuser haben.
- 7 Dieser Ansatz erscheint dem VSV nicht sachgerecht, da auch nicht kontoführende Wertpapierhäuser sehr oft Finanzdienstleistungen nach dem FIDLEG erbringen. Auch Wertpapierhäuser, die nicht kontoführend sind, erbringen nicht ausschliesslich Tätigkeiten nach Art. 41 Bst. b. und/oder c. FINIG, sondern erbringen Finanzdienstleistungen nach Art. 3 FIDLEG, insbesondere erwerben und veräussern sie (ohne Konto-/Depotführung für Kunden) Finanzinstrumente oder nehmen entsprechende Aufträge entgegen. Auch erteilen sie persönliche Empfehlungen, die sich auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen oder erbringen Vermögensverwaltungsdienstleistungen gegenüber bei Dritten deponierten Finanzinstrumenten. Es ist nicht ersichtlich, weshalb nicht kontoführende Wertpapierhäuser vom Geltungsbereich des Rundschreibens ausgenommen bleiben sollen.

***Der Geltungsbereich des Rundschreibens ist auf nicht kontoführende Wertpapierhäuser auszudehnen.***

### **3. Bemerkungen zu einzelnen Bestimmungen des Rundschreibens**

#### **3.1. A. Betreffend die Informationspflicht (Art. 8 FIDLEG / Art. 7 FIDLEV)**

##### **3.1.1. a) Information über die Art der Finanzdienstleistung (Rz. 4 Entwurf Rundschreiben)**

- 8 Die vorgeschlagene Bestimmung ist konsistent mit dem FIDLEG und wird vom VSV ausdrücklich begrüsst.

##### **3.1.2. b) Information über die mit Finanzinstrumenten verbundenen Risiken (Rz. 5 – 8 Entwurf Rundschreiben)**

- 9 Der VSV anerkennt, dass bezüglich Finanzinstrumenten und Anlagetechniken mit besonderen, von long only-orientierten abweichenden Risikoverläufen, entsprechend besondere Vorgaben für die Risikoaufklärung gelten müssen. Finanzinstrumente und Anlagetechniken unterliegen einer fortlaufenden Entwicklung. Entsprechend ist es aus Gründen der Rechtssicherheit zweckmässig, wenn für bestimmte Finanzinstrumente und Anlagetechniken spezifische Vorgaben gemacht werden. Dabei kann und soll sich die FINMA auch an ausländischen Regulierungen orientieren, namentlich dann, wenn auf den entsprechenden ausländischen Märkten solche Instrumente und Anlagetechniken eine weitere Verbreitung geniessen als in der Schweiz.
- 10 Grundsätzlich stört sich der VSV deshalb nicht daran, dass die FINMA spezifische Regeln für die Risikoaufklärung betreffend Differenzkontrakte festlegen will. Solche Regeln dienen in gleicher Weise dem Schutz der Anleger, wie auch dem Schutz der Finanzdienstleister (vor unerwünschten Haftungsklagen wegen mangelnder Risikoaufklärung).
- 11 Allerdings ist dazu notwendig, dass Finanzinstrumente und Anlagetechniken, welche Gegenstand besonderer Regeln zur Risikoaufklärung sind, genau genug definiert bzw. beschrieben werden. Dies namentlich dann, wenn im Ausland (hier: im EU-Raum) bestehende Regulierungen weitestgehend übernommen werden sollen. Dieser Anforderung genügen die Ziff. 5 – 8 des Entwurfes nicht.
- 12 So fehlt es vorab an einer klaren Definition des Begriffs «Differenzkontrakt», auf den die Regeln Anwendung finden sollen. Die allgemeine Definition in Fn. 11 der Erläuterungen ist unzureichend. Bei dieser Definition würden die Vorgaben zur Risikoaufklärung (die weitgehend identisch mit denen der EU sind) für eine sehr viel grössere Zahl von Finanzinstrumenten gelten als im EU-Raum. Insbesondere würden die Vorgaben für eine nicht mehr überschaubare Zahl von Derivat- und Termingeschäften gelten, namentlich auch für solche, deren Zweck die Minderung von Marktrisiken (traditionelles «hedging») ist. So namentlich für gewöhnliche Optionen, die der Absicherung von Kursänderungsrisiken bei bestehenden Anla-

gen dienen. Für solche Geschäfte ist die verlangte Risikoauflärungen nicht bloss unangemessen; sie geht regelrecht am Ziel vorbei und bestünde in einer geradezu irreführenden Risikoauflärung.

- 13 Die gleichwertige Regulierung in der EU geht von einer ganz klaren und eindeutigen Definition der betroffenen Instrumente und Anlagetechniken aus. Die ESMA definiert die betroffenen Instrumente bzw. anlagetechnischen Information über die Art der Finanzdienstleistung (Rz. 4 Entwurf Rundschreiben) wie folgt:

Auf Deutsch:

*«„Differenzgeschäft“ oder „CFD“ ein Derivat, ausgenommen eine Option, ein Terminkontrakt (Future), ein Swap oder ein außerbörsliches Zinstermingeschäft (Forward-Rate-Agreement), dessen Zweck darin besteht, dem Inhaber eine Long- oder Short-Position gegenüber Schwankungen im Preis, Kurs oder Wert eines Basiswerts zu verschaffen, unabhängig davon, ob es an einem Handelsplatz gehandelt wird, und das auch abgesehen von einem Ausfall oder einem anderen Kündigungsereignis bar ausgeglichen werden muss oder auf Wunsch einer der Parteien bar ausgeglichen werden kann;»*

Auf Französisch:

*«contrat financier pour différences» ou «CFD», un dérivé autre qu'une option, un contrat à terme, un contrat d'échange et un contrat de garantie de taux, dont le but est de donner au détenteur une exposition longue ou courte aux fluctuations du prix, du niveau ou de la valeur d'un sous-jacent, qu'il soit ou non négocié sur une plateforme de négociation, et qui doit être réglé en espèces ou peut être réglé en espèces à la demande d'une des parties pour des raisons autres qu'une défaillance ou un autre incident provoquant la résiliation; »*

- 14 Soll nicht jede Form von Differenzgeschäft (namentlich jede Form von Derivat- oder Termingeschäft, das nicht Realerfüllung, sondern Barabgeltung vorsieht) einbezogen werden, so ist der Rundschreibenentwurf, um eine genaue Definition der von spezifischen Informationsregeln betroffenen Instrumente und Anlagetechniken zu ergänzen.

***Im Rundschreiben (und nicht bloss in den Erläuterungen) sind die die von den Informationsregeln gemäss Rz. 5 – 8 Rundschreibenentwurf betroffenen Differenzkontrakte in Entsprechung mit den in der EU geltenden Regeln zu definieren.***

### 3.1.3. c) Information über die mit Finanzinstrumenten verbundenen Risiken (Rz. 9 – 12 Entwurf Rundschreiben)

#### a) *Problematik der Schwellenwerte für angeblich marktunübliche Konzentrationen*

- 15 Dass bezüglich Klumpenrisiken weitergehende Informationspflichten bestehen, war in den früheren, von der FINMA anerkannten Selbstregulierungen für die Vermögensverwaltung und sinngemäss auch für die portfoliobezogene Anlageberatung seit jeher vorgesehen.
- 16 Was als unübliche Risikokonzentration in einem Portfolio gilt, wird in der Wissenschaft teilweise recht kontrovers debattiert. Es ist jedoch deutlich, dass kein bedeutender theoretischer Ansatz sich ausschliesslich auf eines von verschiedenen Risiken, insbesondere (wie im Rundschreibenentwurf in Rz. 10 und 11 erwähnt) auf das Emittentenrisiko, fokussiert.
- 17 In der zivilen Rechtsprechung sind keine festen Schwellenwerte für marktunübliche Konzentrationen von Emittentenrisiken festgehalten. Die Praxis der Zivilgerichte folgt einem breiteren Ansatz. Das Risiko betreffend die Börsenentwicklung ist durch die Wahl anerkannter Anlagestrategien zu minimieren, insbesondere ist für eine genügende Risikoverteilung bzw. Diversifikation (nach Titeln, Anlagearten, Branchen, Währungen etc.) zu sorgen und sind damit Klumpenrisiken zu vermeiden (vgl. Urteil des Handelsgerichts des Kantons Zürich HG110230-O U/eis vom 10. Juni 2016, E. 3.4.2.1). Zwar will das Zürcher Handelsgericht bereits bei Anlagen von mehr 5% in einen Einzeltitel den Verdacht eines Klumpenrisikos sehen, lässt diesen Verdacht aber bereits mit dem Hinweis auf eine geringe (nicht näher bezifferte) Portfoliogrösse als entkräftet gelten (a.a.O.). Das Bundesgericht hat in seinem Entscheid 4A\_41/2016 vom 20. Juni 2016, E. 5.1, erkannt, dass die Anlage von mehr als 29% eines Portfolios in eine einzige Aktie ein unzulässiges Klumpenrisiko darstelle. In seinem Entscheid BGer 4A\_41/2016 vom 20. Juni 2016 (E. 5.2) hat das Bundesgericht erkannt, dass die Anlage von mehr als 40% der vereinbarten Aktienquote eines Portfolios in einen Einzeltitel ein unübliches und unzulässiges Klumpenrisiko darstelle. Es ging in diesem Entscheid nicht um die Grösse der Position beim einzelnen Emittenten in absoluten Zahlen, sondern primär um die schlechte Verteilung der Risiken innerhalb des Aktienportfolios. Und auch im Entscheid 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004 ging es nicht um die Risikokonzentration bei einem einzelnen Emittenten, sondern um einseitige Anlagen des Portfolios in «amerikanische Internet-Aktien» (während der Dot-Com-Blase) bei einer grundsätzlich zu beachtenden konservativen Anlagestrategie.
- 18 Die Zivilrechtsprechung legt keine Schwellenwerte nach Emittenten fest. Sie prüft in umfassender Weise und in Würdigung der Umstände des Einzelfalles, ob marktunübliche Konzentrationen von Anlagen vorliegen. Die Schwellenwerte von 10% pro Einzeltitel und 20% pro Emittenten finden in der Zivilrechtsprechung zu Recht keine Grundlage. Von einer generel-

len Ausnahme für kollektive Kapitalanlagen, die regulatorischen Risikoverteilungsvorschriften unterliegen (und dazu gehören nicht nur schweizerische Anlagefonds und solche die den UCITS-Regeln folgen), ist der Zivilrechtsprechung nichts zu entnehmen.

- 19 Die Fragwürdigkeit der im Rundschreibenentwurf postulierten Werte lässt sich des Weiteren an einem einfachen Beispiel darstellen:

Angenommen, ein Vermögensverwalter soll ein Portfolio mit Schweizer grosskapitalisierten Aktien verwalten. Für solche Anlagen existiert ein breit anerkannter Index – der SMI. Nur: Im SMI vertreten die fünf Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung – je nach Marktlage – zwischen 60% und 70% des Index. Eine Anlage des angenommenen Aktienportfolios entsprechend dem Index würde dazu führen, dass ein oder mehrere Einzeltitel in «marktüblicher Risikokonzentration» im Portfolio vorlägen.

Würde der Vermögensverwalter hingegen, statt den Index selbst abzubilden, in eine einzige (teurere) kollektive Kapitalanlage investieren, die den SMI – im Einklang mit den auf sie anwendbaren regulatorischen Risikoverteilungsvorschriften – abbildet, wäre die Anlagetätigkeit im Sinne der Rz. 10 -12 des Rundschreibenentwurfs «regelkonform».

- 20 Die Zahl solcher Beispiele liesse sich fast unendlich fortsetzen. Gerade in Bereichen, in denen es um bestimmte Anlagethemen geht, wimmelt es von kollektiven Kapitalanlagen und anerkannten Indizes, welche zu mehr als 10% auf Einzeltitel abstützen.

Aber auch im Bereich festverzinslicher Anlagen sind Konzentrationen bei einzelnen Emittenten von Staatsanleihen oft kaum zweckmässig vermeidbar. Staatsanleihen in CHF sind kaum mit vernünftigen Risiko anders zu streuen als mit einer Konzentration in Anleihen der Eidgenossenschaft. Auch hier sollen entsprechende Anlagen nur mit den Regeln konform sein, wenn auf kollektive Kapitalanlagen ausgewichen wird, denen entsprechende Konzentrationen erlaubt sind. Die Schwellenwerte im Rundschreibenentwurf richten sich damit gezielt gegen Anlagen in Einzeltitel und stellen ein Förderprogramm für kollektive Kapitalanlagen dar, denen gleiche Anlagen erlaubt sind. Die aufgestellten Regeln widersprechen dem Grundsatz der Wettbewerbsneutralität.

- 21 Bereits im Lichte dieses sehr einfachen und recht nahe liegenden Beispiels zeigt sich, dass für die Portfolioverwaltung und die portfoliobezogene Anlageberatung feste Schwellenwerte kein tauglicher Ansatz sind. Dies umso mehr als – wie die FINMA in den Erläuterungen unter Hinweis auf die Botschaft zum FIDLEG (S. 8958) selbst nachweist – es keine Anlagestrategie-übergreifende absolute Schwellenwerte geben kann.

- 22 Die Gewichtungsregel, wonach kein Einzeltitel in einer Konzentration von mehr als 10% in einem Portfolio vorhanden sein darf, ohne dass dadurch der Grundsatz der Marktüblichkeit verletzt wird, wurde aus der UCITS-Regulierung, also aus der EU-Regulierung für Fonds für

Privatanleger entnommen. Die Übernahme solcher Regeln, von denen wiederum – und je nach Anlagestrategie des Fonds – zahlreiche Ausnahmen möglich sind, ist nicht sachgerecht.

- 23 Das FIDLEG bildet dementsprechend keine ausreichende rechtliche Grundlage für die Festlegung von Schwellenwerten, wie sie Rz. 10 und 11 des Rundschreibenentwurfes vorsehen.

**Entsprechend ist im Rundschreiben auf die Festlegung von Schwellenwerten für marktunübliche Risikokonzentrationen für Einzeltitel und einzelne Emittenten abzusehen. Auch auf eine generelle Privilegierung von kollektiven Kapitalanlagen, die regulatorischen Risikoverteilungsvorschriften unterstehen (Rz. 12), ist aus Gründen der Wettbewerbsneutralität des Aufsichtsrechts zu verzichten.**

**Rz. 9 ist neu wie folgt zu formulieren:**

**Soweit bei der Vermögensverwaltung und der portfoliobezogenen Anlageberatung marktunübliche Risikokonzentrationen durch die vereinbarten Anlagestrategien nicht ausdrücklich ausgeschlossen sind, weist der Finanzdienstleister Kundinnen und Kunden auf die Risiken hin, die mit Klumpenrisiken einhergehen.**

**Rz. 10 ist neu wie folgt zu formulieren:**

**Schliessen bei der Vermögensverwaltung und der portfoliobezogenen Anlageberatung die vereinbarten Anlagestrategien marktunübliche Risikokonzentrationen nicht ausdrücklich aus, so legt der Finanzdienstleister angemessene Schwellenwerte fest.**

**Rz. 11 ist neu wie folgt zu formulieren:**

**Bei der Festlegung von Schwellenwerten für marktunübliche Risikokonzentrationen berücksichtigen die Finanzdienstleister Markt-, Länder-, Währungs- und Emittentenrisiken.**

**Rz. 12 ist ersatzlos zu streichen.**

b) *Keine zwingende Natur der Schwellenwerte*

- 24 Der Wille des Gesetzgebers geht aus der Botschaft zum FIDLEG, S. 8958, klar hervor: «Soweit es die vereinbarte Anlagestrategie erlaubt, berücksichtigt der Finanzdienstleister [...] die Risikodiversifikation».

- 25 Schwellenwerte für einzelne Emittenten oder einzelne Finanzinstrumente können demnach von vornherein keinen zwingenden Charakter haben. Zu Recht will die FINMA dieses Thema unter dem Gesichtspunkt der Risikoaufklärung behandeln.
- 26 Will die FINMA also trotz der vorstehend aufgeführten Bedenken solche Schwellenwerte einführen, so muss sie deren nicht-zwingende Natur klar (und nicht nur in einer Fussnote der Erläuterungen) zum Ausdruck bringen.

***Wird an Schwellenwerten festgehalten, so ist im Rundschreiben ausdrücklich festzuhalten, dass allfällige darin genannte Schwellenwerte für marktunübliche Risikokonzentrationen keinen zwingenden Charakter haben, und sich die effektiv anzuwendenden Schwellenwerte aus der zwischen Anleger und Finanzdienstleister vereinbarten Anlagestrategie ergeben.***

- 27 Die von der FINMA geplanten Schwellenwerte haben für viele Finanzdienstleister sehr überraschenden Charakter (vgl. dazu oben Rz. 16 zur Wissenschaftlichkeit dieses Unterfangens). Die Risikoaufklärung und die vereinbarten Anlagestrategien nehmen auch nach gesetzeskonformer Umsetzung des FIDLEG während der gesetzlichen Übergangsfristen keinen Bezug auf solche Schwellenwerte, sondern folgen in der Regel der Rechtsprechung der Zivilgerichte (vgl. dazu oben Rz. 17 f.).
- 28 Die Einführung solcher Schwellenwerte wird viele Finanzdienstleister, insbesondere viele Vermögensverwalter, dazu zwingen, die kundenseitige Dokumentation (Kundenaufklärung, Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsverträge zu erneuern. Dazu sind die betroffenen Finanzdienstleister auf angemessene Übergangsfristen angewiesen (vgl. dazu auch Rz. 2 ff.)

***Das Rundschreiben ist durch angemessene Übergangsfristen innert welcher die Finanzdienstleister ihre Informationsdokumente und gegebenenfalls Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsverträge zu erneuern haben, zu ergänzen. Die Übergangsfristen sollen sich an denjenigen des FIDLEG orientieren (2 Jahre ab Inkrafttreten).***

### **3.2. B. Angemessenheits- und Eignungsprüfung (Art. 11 – 12 FIDLEG, Art. 16 – 17 FIDLEV) - (Rz. 13 – 14 Entwurf Rundschreiben)**

- 29 Die vorgeschlagenen Bestimmungen sind konsistent mit dem FIDLEG und der FIDLEV und werden vom VSV ausdrücklich begrüsst.

### **3.3. C. Verwendung von Finanzinstrumenten von Kundinnen und Kunden / Securities Lending (Art. 19 FIDLEG) - (Rz. 15 – 22 Entwurf Rundschreiben)**

- 30 Die vorgeschlagene Bestimmung ist konsistent mit dem FIDLEG und wird vom VSV ausdrücklich begrüsst.

### 3.4. D. Interessenkonflikte (Art. 8 Abs. 2 Bst. b und c i.V.m. Art. 25 FIDLEG, Art. 10 und 24–28 FIDLEV) - (Rz. 23 – 25 Entwurf Rundschreiben)

#### a) Grundsätze – Begriffliche Unklarheiten

- 31 Grundsätzlich erachtet es der VSV als völlig im Einklang mit FIDLEG und FIDLEV stehend, dass beim Einsatz von Finanzinstrumenten, zu denen bzw. zu deren Emittenten eine «intensive Nahbeziehung» besteht, die Kunden über die daraus resultierenden Interessenkollisionen informiert werden müssen. Gleiches gilt, wenn schergewichtig oder gar ausschliesslich solche Finanzinstrumente in Anlagelösungen eingesetzt werden. Der VSV teilt die grundlegende Analyse der möglichen Interessenkonflikte in den Erläuterungen. Ebenso richtig wird die Kaskade der Behandlung von Interessenkollisionen dargestellt.
- 32 Die Problematik ergibt sich vielmehr daraus, dass es für Vermögensverwalter nicht klar abgrenzbar ist, was denn Finanzinstrumente mit einer solchen «intensiven Nahbeziehung» bzw. «eigene Finanzinstrumente» (so der von der FINMA verwendete Ausdruck) sind. In den gut 1'500 Bewilligungsverfahren der vergangenen drei Jahre haben sich immer wieder Fragestellungen in diesem Bereich ergeben. Für den Begriff der «eigenen Finanzinstrumente» besteht bis heute keine ausreichende Definition durch die FINMA.
- 33 Auch der nun vorgelegte Rundschreibenentwurf enthält keine solche Definition. Die Erläuterungen verweisen in Fn. 29 auf sich selbst und auf eine weitere Fussnote (Fn. 36), die allerdings den Begriff auch nicht erläutert, sondern sich mit Retrozessionen in anderem Zusammenhang befasst.
- 34 Der Begriff des «eigenen Finanzinstruments» findet sich in Art. 10 FIDLEV, einschliesslich einer klaren und eindeutigen Legaldefinition. Zu den «eigenen Finanzinstrumenten» im Sinne von Art. 10 FIDLEV zählen nicht nur solche, die vom Finanzdienstleister selbst ausgegeben werden (Abs. 1). Es zählen auch Finanzinstrumente dazu, die von Emittenten ausgegeben werden, die vom Finanzdienstleister kontrolliert werden (Abs. 2 i.V.m. Abs. 3) bzw. mit dem Finanzdienstleister «in anderer Weise eng verbunden» sind (Abs. 2).
- 35 Es fehlt damit, trotz offenkundigem Bedürfnis, eine hinreichende klare Definition des Begriffs der «eigenen Produkte». Gemäss den Erläuterungen zu FIDLEV, FINIV und AOV, S. 26, sind jedoch die Abs. 2 und 3 von Art. 10 FIDLEV nicht eng auszulegen. Die geforderte enge Verbindung will der Verordnungsgeber auch dort sehen, wo Vermögensverwalter von Dritten emittierte kollektive Kapitalanlagen bzw. deren Vermögenswerte berät oder verwaltet. Die Organisation der Emission von Finanzinstrumenten durch Vermögensverwalter an sich soll jedoch, nach dem klarerweise begrenzenden Wortlaut von Art. 10 FIDLEV und den Erläuterungen dazu, davon ausgenommen werden.

- 36 Die FINMA hat im Zuge der Bearbeitung von rund 1'500 Bewilligungsgesuchen von Vermögensverwaltern versucht, diese Legaldefinition zu erweitern. So wurde jede Form von Finanzinstrumenten (und nicht bloss im Sinne der Erläuterungen des Ordnungsgebers zu Art. 10 FIDLEV beschränkt auf kollektive Kapitalanlagen), deren Emission auf Veranlassung eines Vermögensverwalters erfolgt, dessen Verwaltung er ausübt oder für das er die Anlageberatung ausübt, als «eigenes Finanzinstrument» behandelt.
- 37 Es ist aus Sicht des VSV unumstritten, dass nicht nur Finanzinstrumente, die als «eigene» im Sinne der Legaldefinition von Art. 10 FIDLEV qualifizieren, Interessenkonflikte teilweise ähnlicher Art, wie die in den Erläuterungen zum Rundschreibenentwurf beschriebenen, generieren können. Die im FIDLEG selbst verankerte Pflicht, solche Interessenkonflikte nach der von Art. 25 vorgegebenen Kaskadenordnung «abzuarbeiten», besteht auch bei solchen Finanzinstrumenten, obschon sie nicht «eigene» im Verordnungssinne sind.
- b) *Vom Begriff des «eigenen Finanzinstruments» zum Begriff des «initialisierten oder betreuten Finanzinstruments»*
- 38 Der VSV postuliert aufgrund des vorstehend Ausgeführten für ein Rundschreiben zu den Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV, für Finanzinstrumente, die zwar nicht als «eigene» im Sinne der FIDLEV qualifizieren, aber ähnliche Interessenkonflikte auslösen können, eigenständige Regeln einzuführen. Bei der Schaffung dieser Regeln, die insbesondere für Vermögensverwalter (und auch für Vermögensverwalter von Kollektivvermögen, die auch die individuelle Vermögensverwaltung, die individuelle Anlageberatung und/oder das execution only-Geschäft betreiben) gelten, soll deren besonderer Rolle als dem Emittenten nicht eng verbundener Finanzdienstleister Rechnung getragen werden.
- 39 Zahlreiche Vermögensverwalter arbeiten – fast ausschliesslich auf nicht exklusiver Basis – mit Emittenten zusammen. Diese Emittenten geben im Rahmen solcher Zusammenarbeit Finanzinstrumente aus, die von den Anlageideen und -konzepten des Vermögensverwalters mehr oder weniger stark beeinflusst sind. Diese Einflussnahme besteht entweder in der Konzeptionierung des Finanzinstruments (namentlich dann, wenn es eine strukturierte Anleihe mit fester Laufzeit ist, z.B. eines sog. Reverse Convertible) oder in der Beratung oder Verwaltung des Inventars des Finanzinstruments (namentlich bei kollektiven Kapitalanlagen oder auf Dauer angelegten sog. aktiv verwalteten Zertifikaten, «AMC»).
- 40 Diese Finanzinstrumente werden von Vermögensverwaltern meist nur bei der eigenem Bestandskundschaft in der Vermögensverwaltung und/oder der portfoliobezogenen Anlageberatung eingesetzt. Das Angebot solcher Instrumente gegenüber Dritten ist eher selten. Viele Emittenten schliessen solche Angebotsaktivitäten – mit oder ohne Beratung in nicht portfolio-orientiertem Kontext – als nicht erlaubt aus.

- 41 Anders als bei integrierten «Produktionsgruppen» von Finanzinstrumenten (namentlich im Banken- und Fondsleitungssektor) verfolgt die Aktivität von Vermögensverwaltern in diesem Bereich primär keinen eigenständigen Vermarktungscharakter. Vom Vermögensverwalter initiierte oder betreute Finanzinstrumente dienen der Verbesserung der bestehenden Vermögensverwaltungsleistung.
- 42 Die wesentlichen Unterschiede zwischen den integrierten Produktionsketten von Finanzinstrumenten (namentlich im Banken- und Fondsbereich) und von Finanzinstrumenten, welche von Vermögensverwaltern initialisiert oder betreut in der Vermögensverwaltung und der portfoliobezogenen Anlageberatung eingesetzt werden, stellen sich wie folgt dar:
- a. *Unabhängige Marktteilnehmer:* Integrierte Produktionsketten stellen eine wirtschaftliche Einheit dar. Die Emittenten, mit denen Vermögensverwalter zusammenarbeiten, sind von ihnen unabhängige Marktteilnehmer.
  - b. *Abhängigkeitsverhältnisse:* Die Emittenten innerhalb integrierter Produktionsketten leben in gegenseitiger Abhängigkeit. Die kundenseitig aktiven Geschäftseinheiten benötigen aufgrund der arbeitsteiligen Organisation eine Pipeline, aus der die Finanzinstrumente kommen. Die Finanzinstrumente entwickelnden und produzierenden Einheiten dagegen, sind auf das Vertriebsnetz der kundenseitig aktiven Einheiten angewiesen. Der Vermögensverwalter dagegen sucht sich den geeigneten, von ihm unabhängigen Emittenten aus, vergleicht die Angebote mehrerer Emittenten und selektiert nach seinen eigenen Vorgaben den geeignetsten aus. Es bestehen dabei keine Abhängigkeitsverhältnisse.
  - c. *Klare und unabhängige Aufgabenteilung:* In die rechtlichen Vorgänge um die Emission ist der Vermögensverwalter in keiner Weise eingebunden. Dies ist alleinige Sache des Emittenten. Mit der an die Emission anschliessende Produkt-Governance ist der Vermögensverwalter nicht befasst. Dies ist alleinige Sache des Emittenten. Der Vermögensverwalter ist ausschliesslich Lieferant der «Produkteidee» bzw. der Anlageberater oder Verwalter der unterliegenden Vermögenswerte.
  - d. *Leistungsaustauschverhältnis vs. koordinierte Leistungserbringung:* Die integrierten Produktionsketten koordinieren ihre gemeinsame Leistungserbringung. Das Verhältnis zwischen Vermögensverwalter und Produkteemittent ist bei vom Vermögensverwalter initialisierten oder betreuten Finanzinstrumenten von einem Leistungsaustauschverhältnis geprägt.
- 43 Gemeinsam ist den beiden Modellen einzig das Potentialfinanzieller Anreize - namentlich bei gleichzeitiger Gebührenvereinnahmung auf Ebene der Finanzdienstleistung (Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungshonorar) und auf Produkteebene (Platzierungshonorar und/oder Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungshonorar).

- 44 Dieses Thema ist sowohl unter dem Gesichtspunkt der Vergütungen von dritter Seite (Retrozessionen) und der gleichzeitigen Vereinnahmung von Gebühren auf Ebene Finanzdienstleistung und auf Produkteebene (sog. Double Dip) anzugehen. Dabei gilt grundsätzlich, dass ein Verwaltungs- oder Beratungshonorar auf Produktebene ein Honorar für eine Dienstleistung darstellt, während die Abgeltung der Platzierung von Produkten in Kundenportfolios unter den Sachverhalt der Retrozessionen fällt. Grundsätzlich kann eine solche Abgeltung nicht gleichzeitig Retrozession und Honorar für eine Verwaltungs- oder Beratungsdienstleistung sein.
- 45 Rz. 25 diskriminiert Anbieter, die sowohl eigene wie auch fremde Finanzinstrumente einsetzen. Während Rz. 24 beim ausschliesslichen Einsatz von eigenen Finanzinstrumenten bloss die Kundeninformation (einschliesslich eines nicht näher definierten Risikohinweises) verlangt, wird von Finanzdienstleistern, die sowohl eigene wie auch fremde Finanzinstrumente einsetzen (ungeachtet dessen, ob diese Instrumente überhaupt in Konkurrenz zueinander stehen, d.h. gleiche Anlagebedürfnisse abdecken wollen) verlangt, dass diese, zusätzlich zur Kundeninformation über mögliche Interessenkonflikte, interne Prozesse zur Selektion anhand (wiederum nicht näher definierter «branchenüblicher, objektiver») (und nicht etwa objektiver) Kriterien einrichten. Wer also im eigenen Haus Wettbewerb zwischen eigenen und fremden Finanzinstrument betreibt, wird strenger reguliert als derjenige, der ausschliesslich eigene Produkte einsetzt.

Eine solche Regulierung privilegiert integrierte Produktionsketten gegenüber anderen Finanzdienstleistern. Sie ist nicht wettbewerbsneutral, sondern zugunsten grosser integrierter Produktionsketten marktverzerrend.

- 46 Vor diesem Hintergrund erachten wir es als sachgerecht die Rz. 23 – 25 des Rundschreibenentwurfs wie folgt neu zu formulieren:

**Rz. 23 (neu):**

***Kundinnen und Kunden sind namentlich auf mögliche Interessenkonflikte aufmerksam zu machen, die sich aus der Berücksichtigung eigener Finanzinstrumente (Art. 10 FIDLEV) oder von Finanzinstrumenten, deren Emission vom Finanzdienstleister initiiert wurden oder vom ihm (im Rahmen einer Vermögensverwaltung oder Anlageberatung) betreut werden, ergeben.***

***Rz. 24 ist ersatzlos zu streichen.***

***Rz. 25 ist ersatzlos zu streichen.***

c) *Funktionentrennung für Vermögensverwalter contra legem*

- 47 Die Erläuterungen zum Rundschreibenentwurf postulieren auf S. 17 unten, S. 18 oben, dass die Finanzinstitute für eine funktionale, personelle und informationelle Trennung zwischen den für die Produkterstellung oder -verwaltung und den Produktvertrieb zuständigen Betriebseinheiten zu sorgen hätten.

***Diese Vorgabe widerspricht für Vermögensverwalter den Organisationsvorschriften des FINIG und der FINIV. Diese sehen entsprechende vertikale Funktionentrennungen nicht vor. Dies ist entsprechend im Bericht über die Anhörungsergebnisse und die das neue FINMA-Rundschreiben begleitenden Erläuterungen ausdrücklich so festzuhalten.***

### **3.5. E. Entschädigungen durch Dritte / Retrozessionen (Art. 26 FIDLEG / Art. 29 FIDLEV) - (Rz. 26 – 30 Entwurf Rundschreiben)**

- 48 Die FINMA will mit dem Rundschreiben die Entwicklungen der zivilrechtlichen Rechtsprechung zum Umgang mit Retrozessionen nachvollziehen. Dies ist grundsätzlich begrüssenswert und deckt sich mit dem gesetzgeberischen Willen hinter Art. 26 FIDLEG und Art. 29 FIDLEV.
- 49 Die neuen Regeln bezüglich der optischen Hervorhebung in Formularverträgen (Rz. 26 Rundschreibenentwurf) finden allerdings keine Stütze in der bisherigen Zivilrechtsprechung. Hierorts sind keine bundesgerichtlichen Entscheidungen oder entsprechende Urteile kantonaler Instanzen bekannt, die eine optische Hervorhebung verlangen.

- 50 Die Einführung einer entsprechenden Pflicht auf dem Rundschreibenweg verfehlt daher das, was der Bundesgesetzgeber mit dem FIDLEG beabsichtigt hatte.
- 51 Zudem ist der Begriff des Formularvertrags im schweizerischen Recht (anders als z.B. im deutschen Recht) weder in Lehre noch Rechtsprechung eindeutig formuliert. Für das schweizerische Recht wird der «Formularvertrag» einzig von Alfred Koller, in AGB-Recht, «Eine Übersicht im Lichte der neusten Entwicklungen in Gesetzgebung, Rechtsprechung und Lehre», AJP/PJA 3/2016, S. 279 ff., erwähnt. Dies allerdings ohne nähere Definition. Der Formularvertrag soll nach seiner Auffassung der Bestimmung von Art. 8 UWG unterstehen. Diese Bestimmung ist in der seit 2012 geltenden Fassung nur auf Konsumentenverträge anwendbar. Finanzdienstleistungsverträge fallen nur sehr eingeschränkt unter diese Definition. Insbesondere fallen Vermögensverwaltung und Anlageberatung nicht unter diesen Begriff. Auf jeden Fall dann, wenn die involvierten Vermögensinteressen über den gewöhnlichen alltäglichen Ge- oder Verbrauch hinausgehen. Für Geschäftsbeziehungen, die dem FIDLEG unterstehen, ist jedenfalls dann nicht mehr von einem Konsumentenverhältnis auszugehen, wenn es sich um professionelle Kunden (einschliesslich vermögender Privatpersonen) handelt.
- 52 Bestehende Informationen zu Vergütungen Dritter – die sich in der Praxis nicht nur in Formularverträgen, sondern auch in anderen, von Finanzdienstleistern ihren Kunden abgegebenen Dokumenten, namentlich Informationsbroschüren nach Art. 8 ff. FIDLEG, finden – kennen heute in den allermeisten Fällen keine solchen Hervorhebungen. Wird – über das Gesetz hinaus – eine solche Pflicht eingeführt, so verpflichtet dies tausende von Finanzdienstleistern ihre Kundenbeziehungen neu zu dokumentieren. Dies namentlich mit Dokumenten, die denselben Inhalt haben, wie die vorhergehenden, bloss mit dem formellen Unterschied, dass dieselben Informationen über Entschädigungen durch Dritte nun in fetter Schrift wiedergegeben werden müssen. Dies verursacht einen riesigen und vor allen unnötigen Aufwand. Der zusätzliche Informationsgewinn für die Kunden ist vernachlässigbar. Dies gilt namentlich bei den von Vermögensverwaltern eingesetzten Formularverträgen, die (mit allen Anhängen) im Regelfall kaum mehr als 15 Seiten umfassen.
- 53 Entsprechend verlangt der VSV:

***Rz. 26 des Rundschreibenentwurfs ist ersatzlos zu streichen.***

***Will die FINMA trotz der hier geäusserten rechtsstaatlichen Bedenken, eine entsprechende Regel in ihr Rundschreiben aufnehmen, so ist das Rundschreiben durch angemessene Übergangsfristen innert welcher die Finanzdienstleister ihre Formularverträge zu erneuern haben, zu ergänzen. Die Übergangsfristen sollen sich an denjenigen des FIDLEG orientieren (2 Jahre ab Inkrafttreten).***

***Ergänzend ist – im Rundschreiben selbst, oder zumindest in Erläuterungen näher zu definieren, was als «Formularvertrag» qualifiziert. Der Begriff ist (jedenfalls im schweizerischen Recht) bisher nicht eindeutig definiert.***

- 54 Rz. 27 – 29 des Rundschreibenentwurfs geben weitgehend den Stand der Zivilrechtssprechung wieder. Im Detail will aber die FINMA in Rz. 29 über die Rechtsprechung des Bundesgerichts und der kantonalen Gerichte hinausgehen.

Dabei geht es namentlich um den letzten Satz Rz. 29 des Rundschreibenentwurfs. Diese Bestimmung scheint verlangen zu wollen, dass die Bandbreiten der Vergütungen von Dritten nicht nur in einen Bezug auf das Verhältnis zum verwalteten Vermögen bzw. dem beratenen Portfolio, sondern auch noch in einen Bezug zur vereinbarten Anlagestrategie gesetzt werden sollen. Den Erläuterungen ist dazu nichts Näheres zu entnehmen.

- 55 Diese neue Regel findet allerdings keine Stütze in der bisherigen Zivilrechtssprechung. Hierorts sind keine bundesgerichtlichen Entscheidungen oder entsprechende Urteile kantonalen Instanzen bekannt, die eine Inbezugssetzung von Vergütungen Dritter zu bestimmten Anlagestrategien verlangen. Nach der Rechtsprechung sind die betragsmässig noch nicht bekannten zukünftigen Vergütungen Dritter sowohl nach Produktkategorien unter Offenlegung der Berechnungsmethoden als auch als Bandbreite in Bezug auf das verwaltete bzw. beratene Vermögen offenzulegen. Die Einführung einer weitergehenden Pflicht auf dem Rundschreibenweg verfehlt daher das, was der Bundesgesetzgeber mit dem FIDLEG beabsichtigt hatte.
- 56 Für Finanzdienstleister, die keine standardisierten Anlagestrategien anbieten, sondern für jeden individuellen Kunden eine solche vereinbaren und diese kundenspezifisch anwenden, ist eine Umsetzung der Bestimmung in der Praxis sodann unmöglich.
- 57 Wird eine solche Bestimmung gleichwohl eingeführt, so ist deren Bedeutung im Rundschreiben selbst oder in den Erläuterungen näher darzustellen. Der Wortlaut im Rundschreiben sollte klarer formuliert und näher beschrieben werden. Dies namentlich auch vor dem Hintergrund, dass Vergütungen von dritter Seite keinen erkennbaren Zusammenhang mit Anlagestrategien haben.
- 58 Entsprechend verlangt der VSV:

***In Rz. 29 des Rundschreibenentwurfs ist der Teilsatz «und der vereinbarten Anlagestrategie» ersatzlos zu streichen.***

***Will die FINMA trotz der hier geäusserten rechtsstaatlichen Bedenken, eine entsprechende Regel in ihr Rundschreiben aufnehmen, so ist das Rundschreiben durch angemessene Übergangsfristen innert welcher die Finanzdienstleister ihre Dokumente***

**zu erneuern haben, zu ergänzen. Die Übergangsfristen sollen sich an denjenigen des FIDLEG orientieren (2 Jahre ab Inkrafttreten).**

**Ergänzend ist – im Rundschreiben selbst, oder zumindest in Erläuterungen näher zu definieren, was unter der Nennung von Bandbreiten mit Bezug auf Anlagestrategien zu verstehen ist.**

- 59 Sodann muss noch auf Fn. 34 der Erläuterungen zum Rundschreibenentwurf eingegangen werden. In dieser Erläuterung nimmt die FINMA auf sog. nicht-monetäre Vorteile Bezug, namentlich auf solche, die sich von ihrer Natur her nicht tel quel an Kundinnen und Kunden weitergeben lassen. Dazu sollen insbesondere Research, Zugang zu (leider nicht näher definierten) Plattformen, Einladungen (ungeachtet der Natur der Anlässe) und Geschenke gehören.
- 60 Die FINMA postuliert, dass auch solche nicht-monetären Vorteile unter Art. 26 Abs. 3 FIDLEG gehören sollen. Grundsätzlich können auch nicht-monetäre Vorteile an Finanzdienstleister unter Art. 26 Abs. 3 FIDLEG fallen. Die FIDLEV befasst sich in Art. 29 näher damit. Diese Bestimmung grenzt die besonderen Bestimmungen von Art. 26 FIDLEG von der Aufklärung der Kunden über Interessenkonflikte ab. Art. 29 FIDLEV statuiert klar, dass Entschädigungen, die im Zusammenhang mit Finanzdienstleistungen Dritter entgegengenommen werden und von ihrer Natur her den Kundinnen und Kunden nicht weitergegeben werden können, nicht den besonderen Bestimmungen zu den Vergütungen Dritter unterliegen, sondern gegebenenfalls nach Artikel 26 als Interessenkonflikt offenzulegen sind. Dies setzt voraus, dass nicht monetäre Leistungen überhaupt einen Interessenkonflikt generieren können. Die Äusserungen der FINMA insinuierten, dass die per se gegeben zu sein scheint. Diese Auffassung ist unrichtig und findet auch in Gesetz und Verordnung keine Grundlage.
- 61 Art. 26 FIDLEV regelt dazu das Nötige in klarer und hinreichend detaillierter, rechtssicherer Form. Weitere Regelungen auf Stufe eines Rundschreibens sind nicht nötig.
- Die entsprechenden Erläuterungen dienen nicht dem Ziel der Schaffung von mehr Rechtssicherheit für alle Beteiligten, sondern stiften Verwirrung.
- 62 Sodann sollen gemäss den Äusserungen der FINMA solche nicht-monetären Vorteile offenbar ungeachtet ihres allfälligen wirtschaftlichen Werts und dessen Höhe unter die Bestimmung von Art. 26 Abs. 3 FIDLEG subsumiert werden. Damit will die FINMA sogar noch weit über die MiFID II hinaus regulieren.



Verband Schweizerischer Vermögensverwalter | VSV  
Association Suisse des Gestionnaires de fortune | ASG  
Associazione Svizzera di Gestori patrimoniali | ASG  
Swiss Association of Wealth Managers | SAM

63 Entsprechend verlangt der VSV:

***Fn. 29 der Erläuterungen zum Rundschreibenentwurf ist aus den endgültigen Erläuterungen zum Rundschreiben ersatzlos zu streichen.***

Abschliessend möchten wir uns noch einmal für die Gelegenheit bedanken, uns zum Entwurf für ein FINMA-Rundschreiben «Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV» zu vernehmen zu lassen.

Bei Rückfragen bitten wir Sie, sich mit dem Rechtsunterzeichneten in Verbindung zu setzen.

Freundliche Grüsse

**Verband Schweizerischer  
Vermögensverwalter | VSV**

Anne Pratolini Delgado  
Head Legal Support

Patrick Dörner  
Geschäftsführer

Höschgasse 30  
8008 Zürich  
044 228 70 10  
zuerich@vsv-asg.ch  
www.vsv-asg.ch

Chantepoulet 12  
1201 Genève  
022 347 62 40  
geneve@vsv-asg.ch  
www.vsv-asg.ch

Via Morosini 1  
6943 Vezia  
091 922 51 50  
lugano@vsv-asg.ch  
www.vsv-asg.ch