



Franca Contratto / Heidi Erika Eriksson*

Offenlegung von Vertriebsentschädigungen in der EU: Einheitssprache oder Vielfalt der Dialekte?

Art. 26 MiFID-DRL und dessen praktische Umsetzung durch die Finanzindustrie



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
 - II. Vertriebsentschädigungen unter Art. 26 MiFID-DRL
 1. Definition und Geltungsbereich
 2. Regulierungsansatz
 - 2.1 Ziel: Vermeidung von Interessenkonflikten
 - 2.2 Grundsatz: Verbot mit Erlaubnisvorbehalt
 3. Voraussetzungen für «zulässige» Vertriebsentschädigungen
 - 3.1 Qualitätsverbesserung
 - 3.2 Handeln im besten Kundeninteresse
 - 3.3 Offenlegung
 - III. Gesetzgeberische Implementierung
 - IV. Offenlegungspraxis
 1. Allgemeine Tendenzen
 - 1.1 Zweistufiges Transparenzmodell als Standard
 - 1.2 Einstufiges Transparenzmodell als Ausnahme
 2. Kasuistik
 - 2.1 Generische Offenlegungen
 - 2.2 Pseudoangaben von Spannbreiten
 - 2.3 Nachfrage nach weiteren Informationen
 3. «Einheitssprache oder Vielfalt der Dialekte»?
 - 3.1 Harmonisierende Tendenzen
 - 3.2 Länderspezifische Fragmentierung
 - V. Würdigung
- Anhang: Fundstellen analysierter Offenlegungsklauseln

I. Einleitung

Der Vertrieb von Finanzprodukten erfolgt heute üblicherweise über eine mehrgliedrige Kette dezentraler Vertriebsträger, welche als Gegenleistung Entschädigungen mannigfacher Art erhalten. Weil Vertriebsträger oftmals gleichzeitig Beratungsfunktionen gegenüber Kunden¹ wahrnehmen, wohnt dem indirekten Vertriebsmodell und dem ihm eigenen System der Ko-

stenüberwälzung eine Reihe von *Interessenkonflikten* inne.² Vertriebsentschädigungen³ stehen deshalb schon seit geraumer Zeit im Fokus der Regulatoren⁴ und sie bildeten unlängst auch Gegenstand kontroverser Gerichtsurteile im In-⁵ und Ausland⁶.

Seit 1.11.2007 gelten in der EU spezifische Vorgaben für den regulatorischen Umgang mit Vertriebsentschädigungen und anderen Zuwendungen im Wertpapierdienstleistungssektor (Art. 26 MiFID-DRL⁷). Ange-

² Zur Problematik von Interessenkonflikten siehe nachfolgend II.2.2.1. Zur Kostenverteilung im Finanzdienstleistungsgeschäft vgl. JOCHEN EICHHORN, Umgang mit Provisionszahlung im Wertpapiergeschäft unter MiFID, in: Andreas von Böhlen/Jens Kan (Hrsg.), MiFID-Kompendium: Praktischer Leitfaden für Finanzdienstleister, Berlin/Heidelberg 2008, 175 ff.

³ Zu diesem Begriff siehe nachfolgend II.1.

⁴ In der EU fand im Vorfeld des Erlasses der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, Amtsblatt der Europäischen Union Nr. L 145 vom 30.04.2004, 1 ff. (nachfolgend: MiFID), eine intensive Diskussion um die Regulierung von Vertriebsentschädigungen statt. Etwas weniger brisant ist diese Problematik in den USA, sieht doch das übliche Geschäftsmodell vor, dass bereits für Beratung eine «Advisory Fee» anfällt. Abgesehen vom Verbot performanceabhängiger Vergütungen beruht die US-amerikanische Regulierung daher primär auf dem Prinzip der «Full and Fair Disclosure». Vgl. DANIELA MANZEI, Rechtsvergleichende Beratung von Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Privatkundengeschäft unter deutschem wie US-amerikanischem Aufsichtsrecht, WM 2009, 393 ff., 396. Zum Diskussionsstand in der Schweiz vgl. nachfolgend Fn. 8.

⁵ Urteil 4C.432/2005 vom 22.03.2006, BGE 132 III 460. Für Besprechungen dieses Leitentscheids vgl. statt Vieler SABINE KILGUS/ROLF KUHN, Das Bundesgericht spricht Retrozessionen dem Kunden zu, Jusletter vom 26.06.2006; MATTHIAS NÄNNI/HANS CASPAR VON DER CRONE, Rückvergütungen im Recht der unabhängigen Vermögensverwaltung – Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts vom 22.03.2006 (4C.432/2005), SZW 2006, 377 ff.

⁶ Deutschland: BGH, Urteil vom 19.12.2000, XI ZR 349/99 (Aufklärungspflicht einer Bank darüber, dass sie einem externen Vermögensverwalter einen Teil der vereinnahmten Transaktionsgebühren als Kick-Backs ausrichtet) und Urteil vom 19.12.2006, XI ZR 56/05 (Aufklärungspflicht einer Bank darüber, dass sie verdeckte Rückvergütungen aus den Ausgabeaufschlägen und den jährlichen Verwaltungsgebühren erhält). Österreich: OGH, Entscheidung vom 7.11.2007, 6 Ob 110/07f (Aufklärungspflicht bei konzerninterner Vermögensverwaltung durch eine 100%-ige Tochtergesellschaft über eine Kick-Back-Vereinbarung mit der Depotbank).

⁷ Richtlinie 2006/73 der Kommission vom 10.08.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen

* Dr. iur. Franca Contratto, LL.M., Rechtsanwältin, und MLaw Heidi Erika Eriksson sind am Institut für Bankrecht der Universität Bern tätig. Die Autorinnen danken Frau Prof. Dr. iur. Susan Emmenegger, LL.M., Direktorin des Instituts für Bankrecht, für zahlreiche wertvolle Anregungen und für das Gewähren der für das Verfassen dieses Beitrags erforderlichen Freiräume. Alle nachfolgend zitierten Webseiten wurden zuletzt besucht am 30.07.2009.

¹ Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird im nachfolgenden Text i.d.R. die männliche Form verwendet; Personenbezeichnungen schliessen selbstverständlich beide Geschlechter ein.

sichts des hohen Stellenwerts, welcher «internationalen Standards» im Rahmen des schweizerischen Regulierungs- und Gesetzgebungsprozesses zukommt,⁸ möchte der vorliegende Beitrag die Frage klären, ob die erwähnte Regelung effektiv zu einer Herausbildung eines *einheitlichen europäischen Standards* für den Umgang mit Vertriebsentschädigungen geführt hat.⁹

Nach einer Erläuterung der Regelung von Art. 26 MiFID-DRL und ihrer praktischen Konsequenzen (nachfolgend II.), wird zunächst untersucht, wie die europarechtlichen Vorgaben in sechs ausgewählten Mitgliedstaaten (Deutschland, Österreich, Frankreich, Grossbritannien, Schweden und Finnland) gesetzlich implementiert wurden (nachfolgend III.). In seinem Kern befasst sich dieser Beitrag mit der Frage, wie die EU-Standards zur Offenlegung von Vertriebsentschädigungen von den Finanzinstituten in der Praxis konkret gehandhabt werden. Gedankliches Rückgrat dieser Analyse bildet die metaphorisch verwendete These-Antithese von «Einheitssprache versus Vielfalt der Dialekte» (nachfolgend IV.). Eine kurze Würdigung schliesst den Beitrag ab (nachfolgend V.).

II. Vertriebsentschädigungen unter Art. 26 MiFID-DRL

1. Definition und Geltungsbereich

Die Platzierung von Finanzprodukten im Anlegerpublikum erfolgt i.d.R. nicht direkt durch die Emittenten, sondern durch sog. *Vertriebsträger*. Neben den im Ver-

mögensverwaltungs- und Anlageberatungsgeschäft tätigen Banken handelt es sich dabei vor allem um unabhängige Vermögensverwalter und andere Finanzberater. Entgegen dem klaren Trend zur «Open Architecture» erfolgt der Vertrieb von Finanzprodukten allerdings teilweise auch institutsintern durch die im Kundengeschäft engagierte Geschäftseinheit eines Finanzkonzerns.

Als Entgelt für ihre Vertriebsaktivitäten erhalten Vertriebsträger von den jeweiligen Produktherstellern gestützt auf entsprechende Rahmenverträge Zuwendungen, welche meist als Vertriebsentschädigungen, Vertriebsvergütungen oder -provisionen bezeichnet werden. Davon zu unterscheiden sind Zuwendungen im Verhältnis zwischen konto- bzw. depotführenden Banken und externen Vermögensverwaltern. Typische Beispiele hierfür sind etwa die so genannten *Finder's Fees*, welche Banken an externe Vermögensverwalter für die Zuführung von Neukunden ausrichten oder die sog. *Kick Backs* oder *Retrozessionen*.¹⁰ Obwohl auch Vergütungen im Verhältnis zwischen Banken und Vermögensverwaltern i.d.R. als «Anreize» i.S.v. Art. 26 MiFID zu qualifizieren sind, ist der vorliegende Beitrag auf die rechtliche Behandlung von *Vertriebsentschädigungen*, d.h. auf Zuwendungen im Verhältnis zwischen Emittenten von Finanzprodukten und Vertriebsträgern, fokussiert.

Typische Formen von Vertriebsentschädigungen sind zum einen die sog. *Bestandespflegekommissionen*, welche namentlich beim Vertrieb von Fondsprodukten in regelmässigen Abständen ausgerichtet werden und deren Höhe sich primär nach dem durchschnittlichen Kundenbestand des jeweils vertriebenen Produkts berechnet.¹¹ Zum anderen zählen auch umsatzabhängige *Platzierungsprovisionen*, welche insbesondere von den Emittenten von strukturierten Produkten, aber zum Teil auch von Fondsanbietern ausgerichtet werden, zu den Vertriebsentschädigungen. Platzierungsprovisionen sind entweder als Rückleistungen (sog. *Placement*

an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, Amtsblatt der Europäischen Union Nr. L 241 vom 2.09.2006, 26 ff. (nachfolgend: MiFID-DRL).

⁸ Im vorliegenden Kontext von besonderem Interesse ist Art. 7 Abs. 2 lit. d FINMAG, wonach die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (nachfolgend: FINMA) im Rahmen ihrer Regulierungstätigkeit «internationale Mindeststandards» zu berücksichtigen hat. Inwiefern Art. 26 MiFID-DRL beim Erlass des FINMA-Rundschreibens 2009/1 «Eckwerte zur Vermögensverwaltung» vom 18.12.2008, welches sich in den N 27-31 mit Vertriebsentschädigungen befasst, als Referenzmassstab gedient hat, lässt sich nicht eindeutig feststellen. Anders als Art. 26 MiFID-DRL verpflichtet das FINMA-RS 2009/1 die Finanzinstitute explizit dazu, Bandbreiten für Vertriebsentschädigungen zu veröffentlichen. Umgekehrt ist das Schweizer Regime insofern weniger streng, als die effektiv erhaltenen Vergütungen nur auf Nachfrage und nur dann offen gelegt werden müssen, «soweit sie sich einer einzelnen Kundenbeziehung mit vernünftigem Aufwand individuell zuordnen lassen».

⁹ In einem Diskussionspapier mit dem Titel «Anreizsysteme und Interessenkonflikte beim Vertrieb von Finanzprodukten» veröffentlicht (<www.finma.ch/archiv/ebk/d/regulier/konsultationen/bericht-vertriebsverguetungen-20080904-d.pdf>) vom 5.09.2008 spricht die Eidg. Bankkommission (nachfolgend: EBK) in diesem Kontext von «Vollharmonisierung». Effektiv bezweckt MiFID allerdings nur eine sog. Maximalharmonisierung. Für Einzelheiten hierzu siehe nachfolgend Fn. 71.

¹⁰ Bei letzteren handelt es sich i.d.R. um Rückleistungen von Anteilen an der Courtage, die eine Bank auf Effektenhandelstransaktionen von Kunden eines externen Vermögensverwalters eingemommen hat. Zu verschiedenen Formen von Zuwendungen vgl. HEINZ-DIETER ASSMANN, *Interessenkonflikte und «Inducements» im Lichte der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und der MiFID-Durchführungsrichtlinie*, ÖBA 2007, 40 ff., 52 ff.; ANDREAS FUCHS, in: Andreas Fuchs (Hrsg.), *Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, München 2009, N 16 zu § 31d WpHG; MATTHIAS ROZOK, *Zuwendungen im Vertrieb von Finanzprodukten: Die Neuregelungen über Zuwendungen bei der Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie*, in: Peter Clouth/Volker Lang (Hrsg.), *MiFID Praktikerhandbuch*, Heidelberg 2007, N 520 f.

¹¹ Bei Fonds entfällt z.B. rund die Hälfte der gegenüber dem Kunden erhobenen Verwaltungsgebühr (sog. *Management Fee*) auf Vertriebskosten in Form von Bestandespflegekommissionen, welche die Fondsgesellschaft den Vertriebsträgern jährlich oder quartalsweise ausrichtet.

Fees) oder als Abschläge auf dem Emissionspreis ausgestaltet.¹²

Vertriebsentschädigungen sind als «Anreize»¹³ i.S.v. Art. 26 MiFID-DRL zu qualifizieren.¹⁴ Diese Bestimmung erfasst nämlich sämtliche Gebühren und Provisionen, welche im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen¹⁵ oder Nebendienstleistungen¹⁶ ausgerichtet werden.¹⁷ Nach h.L. ist dieser sachliche Zusammenhang sehr weit auszulegen; entsprechend ist es nicht von Belang, ob eine Vertriebsentschädigung im Voraus, laufend oder rückwirkend geleistet wird.¹⁸ Auch Bestandespflegekommissionen sind daher unter Art. 26 MiFID-DRL zu subsumieren.

¹² Für eine Übersicht über die vielfältigen Formen von Vertriebsentschädigungen siehe FUCHS (Fn. 10), N 15 ff. zu § 31d WpHG; PETER O. MÜLBERT, Behaltenskláuseln für Vertriebsvergütungen in der institutsinternen Vermögensverwaltung – mit einem Seitenblick auf die orderbegleitende Anlageberatung, WM 2009, 481 ff., 482; ROZOK (Fn. 10), N 515 ff. Für den Schweizer Markt siehe 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 2007, 343 ff., 344 ff.

¹³ Obschon Art. 26 MiFID-DRL mit der Überschrift «Anreize» bezeichnet ist, hat sich in Anlehnung an die englische Fassung der MiFID-DRL auch im deutschsprachigen Raum der Terminus «Inducements» durchgesetzt. Ab und zu wird im deutschen Sprachgebrauch auch der Begriff «Zuwendungen» verwendet.

¹⁴ Statt vieler vgl. PETER O. MÜLBERT, Auswirkungen der MiFID-Rechtsakte für Vertriebsvergütungen im Effektingeschäft der Kreditinstitute, ZHR 172 (2008), 170 ff., 188. Nach einem Teil der Lehre sind hingegen Vertriebsentschädigungen in Form von Abschlägen auf dem Emissionspreis nicht unter Art. 26 MiFID-DRL zu subsumieren. Vgl. hierzu FUCHS (Fn. 10), N 15 zu § 31d WpHG; ROZOK (Fn. 10), N 517.

¹⁵ Wertpapierdienstleistungen umfassen Finanzkommissionengeschäfte, Eigenhandel als Dienstleistung für Dritte, Abschluss- und Anlagevermittlung; Emissions- und Platzierungsgeschäft, Finanzportfolioverwaltung (Vermögensverwaltung), Betrieb eines multilateralen Handelssystems sowie Anlageberatung in Bezug auf Aktien, Schuldtitel, Genussscheine sowie Inhaber- und Orderschuldverschreibungen, Fondsanteile, Zertifikate, Derivate wie Fest-, Options- und Termingeschäfte (auch über Waren und Energie) sowie Differenzgeschäfte und Kreditderivate. Vgl. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 2. i.V.m. Anhang I Abs. A und C MiFID.

¹⁶ Nebendienstleistungen umfassen das Depot- und Wertpapierkreditgeschäft, die Beratung bei Unternehmenskäufen und –zusammenschlüssen (M&A), Devisengeschäfte und Finanzanalysen. Vgl. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 3 i.V.m. Anhang I Abs. B und C MiFID. Der Begriff «Wertpapierdienstleistung» wird in der Folge als Überbegriff verwendet und schliesst «Nebendienstleistungen» mit ein.

¹⁷ Art. 26 MiFID-DRL i.V.m. Art. 21 lit. e MiFID-DRL. Vgl. Committee of European Securities Regulators (nachfolgend: CESR; zu dt.: Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden), CESR's Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments vom Juni 2004 (nachfolgend: CESR/04-261b), 8, N 11.

¹⁸ JOHANNES MARENZI/WOLFGANG SINDELAR, Von der MiFID zum WAG 2007 – Das neue Wertpapieraufsichtsgesetz mit Erläuterungen und Anmerkungen, Wien 2008, N 1 zu § 39 WAG. Vgl. auch ROZOK (Fn. 10), N 526; JULIANE THIEME, Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt – Von der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zur MiFID, Diss. Halle-Wittenberg, Baden-Baden 2008, 411.

Selbst nicht in Geldform angebotene Entschädigungen werden von dieser Bestimmung erfasst.¹⁹

2. Regulierungsansatz

2.1 Ziel: Vermeidung von Interessenkonflikten

Zu den primären Regulierungszielen der MiFID gehören die Verbesserung des Anlegerschutzes und eine generelle Erhöhung der Transparenz bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen.²⁰ Besonderes Augenmerk gilt dabei der Vermeidung von Interessenkonflikten, d.h. Konflikten zwischen Kundeninteressen und Eigeninteressen des Erbringers von Wertpapierdienstleistungen.²¹ Eine latente Gefahr opportunistischen Verhaltens zuungunsten von Kunden besteht u.a. dann, wenn eine Wertpapierfirma bei der Ausführung von kundenbezogenen Wertpapierdienstleistungen Vertriebsentschädigungen erhält.²² Letztere könnten die Wertpapierfirma nämlich dazu verleiten, Produkte mit hohen Vertriebsentschädigungen besonders zu empfehlen²³ oder die Umschichtungsfrequenz in den Kundenportfolios zu erhöhen, um möglichst hohe Platzierungsprovisionen zu vereinnahmen. In beiden Fällen besteht potentiell die Gefahr, dass die Wertpapierfirma nicht im bestmöglichen Kundeninteresse handelt.²⁴ Art. 26 MiFID-DRL etabliert deshalb spezifische Vorgaben für den Umgang mit Vertriebsentschädigungen,

¹⁹ Darunter fallen etwa das Überlassen von IT-Hard- und Software oder das Erbringen von Dienstleistungen wie z.B. Schulungen oder Finanzanalysen. Vgl. hierzu die Begründung im Gesetzentwurf der Deutschen Bundesregierung zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission, BT-Drucks. 16/4028 vom 12.01.2007, 67. Vereinzelt wird auch das Erstellen von Informations- und Werbematerial als Zuwendung qualifiziert; so explizit ROZOK, Fn. 10, N 522 ff.; ablehnend allerdings FUCHS, Fn. 10, N 18 zu § 31d WpHG.

²⁰ MiFID-Erwägungsgründe 31 und 44. Gleichzeitig soll MiFID dazu beitragen, ein reibungsloses Funktionieren der Wertpapiermärkte zu gewährleisten.

²¹ Vgl. MiFID-Erwägungsgrund 29: «Das immer größere Spektrum von Tätigkeiten, die viele Wertpapierfirmen gleichzeitig ausführen, hat das Potenzial für Interessenkonflikte zwischen diesen verschiedenen Tätigkeiten und den Interessen der Kunden erhöht. Daher ist es erforderlich, Bestimmungen vorzusehen, die sicherstellen, dass solche Konflikte die Interessen der Kunden nicht beeinträchtigen.» Zur Regelung von Interessenkonflikten unter MiFID vgl. eingehend ASSMANN (Fn. 10), 42, 49 f.

²² ASSMANN (Fn. 10), 49; ERNST BRANDL/PHILIPP KLAUSBERGER, in: Ernst Brandl/Gerhard Saria (Hrsg.), Praxiskommentar zum WAG, Wien 2008, N 2 zu § 39 WAG; ANDREAS MARBEITER, in: Michael Brinkmann/Falk Haußwald et al. (Hrsg.), Compliance – Konsequenzen aus der MiFID, Heidelberg 2008, N 69.

²³ Besonders hohe Entschädigungen werden i.d.R. für den Vertrieb von aktiv bewirtschafteten Fonds, Hedge Funds und von strukturierten Produkten ausgerichtet.

²⁴ Mittels geeigneter Massnahmen kann die Gefahr von Interessenkonflikten allerdings eingedämmt werden; so etwa, indem Kundenberatern die Inhalte von Vertriebsvereinbarungen nicht zur Kenntnis gebracht werden oder indem nur das Kundenberater-Team, nicht aber andere Abteilungen Einfluss auf die Zusammenstellung des Portfolios nehmen dürfen. Vgl. hierzu ROZOK (Fn. 10), N 560.

welche im Zusammenhang mit kundenbezogenen Wertpapierdienstleistungen ausgerichtet werden.²⁵

2.2 Grundsatz: Verbot mit Erlaubnisvorbehalt

Im Hinblick auf den Umgang mit Interessenkonflikten lässt sich in den Vorgaben der MiFID eine «dreistufige Ordnung» erkennen, welche von Wertpapierfirmen organisatorische Vorkehrungen zur Erkennung, Verhinderung und – bei Unvermeidbarkeit – Offenlegung von Interessenkonflikten verlangt.²⁶ Dieses Regulierungsmodell kommt auch bei den regulatorischen Vorgaben für Vertriebsentschädigungen zur Anwendung: Um Interessenkonflikte zu vermeiden, verbietet Art. 26 Abs. 1 MiFID-DRL, dass Wertpapierfirmen bei der Erbringung kundenbezogener Dienstleistungen Vertriebsentschädigungen an Dritte ausrichten oder solche von Dritten annehmen.²⁷ Dieses *Annahme- und Gewährungsverbot* gilt nicht nur für die Wertpapierfirmen als solche, sondern je nach Ausmass auch für Zuwendungen an deren Mitarbeiter.²⁸ Nur wo Zuwendungen unvermeidbar sind, greift eine *Offenlegungspflicht* Platz.²⁹ Schliesslich müssen Wertpapierfirmen im Rahmen ihrer Conflict of Interest Policy festlegen, wie sie mit Interessenkonflikten im Zusammenhang mit der Gewährung bzw. der Annahme von Vertriebsentschädigungen organisatorisch umgehen.³⁰ Die Conflict of Interest Policy besteht aus zwei Teilen, und zwar aus einer internen Richtlinie, welche sämtliche potentiellen Interessen-

konflikte, die betroffenen Mitarbeiter und die entsprechenden Verhinderungsstrategien³¹ auflistet, und aus einer entsprechenden Kundeninformation, welche den Inhalt dieser Richtlinie in zusammengefasster Form wiedergibt.

Die Definition der unter Art. 26 MiFID fallenden «Anreize» ist extrem breit gefasst.³² Dies hat zum unbefriedigenden Resultat geführt, dass gewisse Arten von Zuwendungen, welche mit Blick auf Interessenkonflikte zwar als unbedenklich einzustufen sind, dennoch vom Wortlaut von Art. 26 MiFID-DRL erfasst werden.³³ Quasi als Korrektiv sieht Art. 26 MiFID-DRL deshalb gewisse *Ausnahmen* vom generellen Annahme- und Gewährungsverbot für Zuwendungen vor:³⁴

- Die erste Ausnahme betrifft *Zuwendungen*, welche allgemein zu einer *Kundenbegünstigung* führen und die deshalb a priori keine Gefahr von Interessenkonflikten in sich bergen. Konkret handelt es sich um Zahlungen, welche durch den Kunden oder auf dessen Anweisung erfolgen. Unter diese Ausnahme fallen auch Zahlungen an den Kunden oder an eine in seinem Auftrag handelnde Person, sofern die Zahlungen an den Kunden weitergeleitet werden (Art. 26 Abs. 1 lit. a MiFID-DRL).³⁵
- Die zweite Ausnahme gilt für «*notwendige*» *Gebühren*, welche die Erbringung bestimmter Wert-

²⁵ Art. 26 MiFID-DRL ist zwar als Konkretisierung der allgemeinen Wohlverhaltensregeln von Art. 19 Abs. 1 MiFID zu verstehen; dennoch handelt es sich um voneinander unabhängige, sich gegenseitig ergänzende Regelungen. Art. 26 MiFID-DRL findet wie Art. 19 MiFID keine Anwendung auf «geeignete» Gegenparteien (vgl. Art. 24 Abs. 1 MiFID). Zum Ganzen vgl. GRAHAM BUSBY, Conflicts of Interest and Inducements under MiFID, Journal of International Banking Law and Regulation 2008, 1 ff.

²⁶ ASSMANN (Fn. 10), 43 ff.; THORSTEN A. HEYBEY, Die neuen Bestimmungen über Interessenkonflikte bei Wertpapiergeschäften, insbesondere über Zuwendungen unter besonderer Berücksichtigung von Provisionsrückvergütungen, BKR 2008, 353 ff., 355 f.

²⁷ Dritte sind alle Personen, welche ausserhalb des Rechtsverhältnisses zwischen dem Kunden und der Wertpapierfirma stehen. So die Definition im Gesetzentwurf der Deutschen Bundesregierung (Fn. 19), 67. CESR qualifiziert allerdings auch Unternehmen derselben Unternehmensgruppe als «Dritte», was dazu führt, dass auch Zuwendungen innerhalb desselben Konzerns von Art. 26 MiFID-DRL erfasst werden. Vgl. CESR Recommendations, Inducements under MiFID (nachfolgend: CESR/07-228b), 6, Empfehlung 2.

²⁸ Zur Diskussion, inwieweit Zuwendungen an Mitarbeiter einer Wertpapierfirma zulässig sind vgl. ROZOK (Fn. 10), N 528 ff.; FUCHS (Fn. 10), N 20 zu § 31d WpHG.

²⁹ Ein entsprechender Erlaubnisvorbehalt gilt namentlich zugunsten von sog. «zulässigen» Vertriebsentschädigungen. Die Unvermeidbarkeit liegt hier primär darin begründet, dass die Vertriebsentschädigung in gewissen, qualifizierten Fällen die Dienstleistungsqualität verbessert und damit letztlich im Interesse der Kunden ist. Vgl. hierzu nachfolgend II.3., insbesondere II.3.3.3.

³⁰ Art. 22 MiFID-DRL. Für ein Formulierungsbeispiel einer Conflict of Interest Policy (auf dt.: Grundsätze für den Umgang mit Interessenkonflikten) siehe ROZOK (Fn. 10), N 562.

³¹ Dazu gehören klassische Compliance-Kontrollen, Weisungen für die Mitarbeiter sowie interne Schulungen. Eine weitere Massnahme zur Verhinderung von Interessenkonflikten wäre das Führen eines regelmässig zu aktualisierenden Verzeichnisses über Annahme und Gewährung von Vertriebsentschädigungen. Hierzu sowie zum Inhalt der Conflict of Interest Policy vgl. MARBEITER (Fn. 22), N 96; ROZOK (Fn. 10), N 557 ff.

³² Siehe vorstehend II.1.

³³ Für eingehende Kritik vgl. ASSMANN (Fn. 10), 50 f., mit einer Empfehlung zur Neuformulierung der deutschen Umsetzungsvorschriften. Vgl. hierzu auch ROZOK (Fn. 10), N 534 ff.

³⁴ Kritisch hierzu hingegen ASSMANN (Fn. 10), 49, nach dessen Meinung sowohl kapitalmarkt- als auch wettbewerbsrechtliche Überlegungen eigentlich für ein absolutes Verbot von «Anreizen» gesprochen hätten. FUCHS (Fn. 10), N 36 zu § 31d WpHG, billigt dem Erlaubnisvorbehalt für «zulässige Vertriebsentschädigungen» (vgl. hierzu nachfolgend II.3.) hingegen auch «positive Wirkungen für das Funktionieren der Märkte und für die Anleger» zu, zumal die Gewährung von Zuwendungen auch in zivilrechtlicher Hinsicht kein pflichtwidriges Verhalten per se darstelle, sondern lediglich eine Aufklärungspflicht gegenüber dem Kunden auslöse (vgl. BGH, Urteil vom 19.12.2000 – XI ZR 349/99).

³⁵ Für konkrete Fallkonstellationen vgl. CESR/07-228b (Fn. 27), 12, Beispiele I-III. Für eine Kritik am Wortlaut von Art. 26 Abs.1 MiFID-DRL vgl. ASSMANN (Fn. 10), 50 f.; FUCHS (Fn. 10), N 21 ff. zu § 31d WpHG. Zum «italienischen Modell», nach welchem die Ausrichtung einer Vertriebsentschädigung so ausgestaltet wird, dass es scheint, als ob die Wertpapierfirma auf Anweisung ihres Kunden handeln würde vgl. TILL BROCKER, Aufklärungspflichten der Bank bei Innenprovisionsgestaltungen, BKR 2007, 365 ff., 367; CHRISTIAN DUVE/MORITZ KELLER, MiFID: Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts – oder: Glauben Sie nicht, Sie könnten ohne weiteres Wertpapiere kaufen, BB 2006, 2477 ff., 2484; THIEME (Fn. 18), 413 f.; ROB PRICE, Conduct of Business Standards – Fair Dealing with Clients, in: Matthew Elderfield (Hrsg.), A Practitioner's Guide to MiFID, Surrey 2007, 147 ff., 155.

papierdienstleistungen erst ermöglichen. Auch diese Zuwendungen sind ohne jegliches Interessenkonfliktpotential. Typische Anwendungsfälle sind etwa Verwahrungsgebühren, Abwicklungs- und Handelsplatzgebühren, Verwaltungsabgaben sowie gesetzliche Gebühren (Art. 26 Abs. 1 lit. c MiFID-DRL).³⁶

- Eine Ausnahme für geringfügige Zuwendungen ist gemäss Erwägungsgrund 32 MiFID-DRL zwar nur im Zusammenhang mit Zuwendungen an Mitarbeiter bei der Erstellung von Finanzanalysen vorgesehen. CESR und verschiedene Vertreter der Doktrin haben sich allerdings für eine allgemeine *Bagatellausnahme* ausgesprochen,³⁷ da bei sehr geringen Zuwendungen³⁸ potentielle Interessenkonflikte zuungunsten von Kunden sehr unwahrscheinlich sind.

Darüber hinaus sieht Art. 26 Abs. 1 lit. b MiFID-DRL einen *Erlaubnisvorbehalt* für Vertriebsentschädigungen vor, sofern diese die Qualität der Wertpapierdienstleistung verbessern, keine Kundeninteressen beeinträchtigen und sofern diese hinreichend offen gelegt werden («zulässige» Vertriebsentschädigungen).³⁹ Dieser Erlaubnisvorbehalt ist deshalb besonders bemerkenswert, weil das Ausrichten von Vertriebsentschädigungen im Unterschied zu den drei oben beschriebenen Ausnahmekonstellationen potentiell zu Interessenkonflikten führen kann; Vertriebsentschädigungen, welche die fraglichen Anforderungskriterien nicht erfüllen, werden daher vom Annahme- und Gewährungsverbot integral erfasst.⁴⁰ Zu allfälligen zivil- und aufsichtsrechtlichen Folgen einer unzulässigen Vertriebsentschädigung schweigt sich Art. 26 MiFID-DRL zwar aus.⁴¹ Art. 8 lit. b MiFID sieht aber immerhin vor, dass die zuständige nationale Aufsichtsbehörde einem Finanzinstitut bei systematischen und schwerwiegenden Ver-

stößen gegen Art. 26 MiFID-DRL die Lizenz entziehen kann.⁴²

3. Voraussetzungen für «zulässige» Vertriebsentschädigungen

3.1 Qualitätsverbesserung

Um den Anforderungen der MiFID-DRL zu genügen, muss eine Vertriebsentschädigung zunächst darauf ausgelegt sein, die Qualität der für den Kunden erbrachten Wertpapierdienstleistung zu verbessern (Art. 26 Abs. 1 lit. b [ii] MiFID-DRL). In der MiFID-DRL selber gibt es keine Anhaltspunkte dafür, wie dieses Kriterium auszulegen ist. Nach vorherrschender Meinung wird bereits eine *generell-abstrakte Eignung* zur Verbesserung der Dienstleistungsqualität als zureichend erachtet.⁴³ Die Qualitätsverbesserung muss sich somit nicht auf eine konkrete Dienstleistung an einen spezifischen Endkunden beziehen; ein direkter Bezug zu bestimmten Kunden- und/oder Produktgruppen genügt bereits den Anforderungen.⁴⁴ Im Sinne einer allgemeinen Regel wird man einer Vertriebsentschädigung wohl immer dann die objektive Eignung zur Qualitätsverbesserung attestieren müssen, wenn sie in Art und Höhe einem *Aufwendungsersatz* für die erbrachte Dienstleistung entspricht und damit Entgeltcharakter aufweist.⁴⁵ Umgekehrt lässt sich das Vorliegen einer Qualitätsverbesserung dann in Zweifel ziehen, wenn ein Vermögensverwalter zusätzlich zu der vom Kunden bezahlten Vermögensverwaltungsgebühr Vertriebsentschädigungen erhält.⁴⁶ Um Interessenkonflikte in derartigen Konstellationen zu vermeiden, hat CESR in seinen Empfehlungen⁴⁷ eine *Herausgabe* der Entschädigung an den Kunden als adäquate Massnahme vorgeschlagen.⁴⁸ Eine

³⁶ CESR/07-228b (Fn. 27), 7, N 9 f. Entscheidend ist nicht die Qualifikation als Gebühr öffentlich-rechtlicher Natur, sondern vielmehr das fehlende Interessenkonfliktpotential. Siehe hierzu auch ASSMANN (Fn. 10), 52; FUCHS (Fn. 10), N 12 f. zu § 31d WpHG; ROZOK (Fn. 10), N 532 f.

³⁷ CESR/07-228b (Fn. 27), 5, N 4; ASSMANN (Fn. 10), 50; BRANDL/KLAUSBERGER (Fn. 22), N 15 zu § 39 WAG; FUCHS (Fn. 10), N 9 zu § 31d WpHG; THIEME (Fn. 18), 411 f.

³⁸ Das zulässige Mass solcher Zuwendungen an Mitarbeiter ist in der von der Wertpapierfirma zu erstellenden Conflict of Interest Policy und in der für die Kunden bestimmten Kurzbeschreibung darzulegen. Schätzungsweise dürften Zuwendungen bis ca. EUR 50.– unter diese Bagatellklausel zu subsumieren sein. So explizit HEYBEY (Fn. 26), 361.

³⁹ Für weitere Einzelheiten zu diesen Anforderungskriterien siehe nachfolgend II.3.

⁴⁰ CESR/07-228b (Fn. 27), 7, N 11.

⁴¹ Vgl. MARENZI/SINDELAR (Fn. 18), N 3 zu § 39 WAG; ROZOK (Fn. 10), N 563; GREGOR WILHELM, Inducements nach Wertpapieraufsichtsgesetz neu, ecoloX 2007, 653. Zu ausgewählten zivilrechtlichen Aspekten aus dem deutschen und österreichischen Recht vgl. BERNHARD KOCH, Von Rücktritten und Retrozessionen – Zugleich eine Besprechung der Entscheidung des OGH 6 Ob 110/07f, ÖBA 2008, 475 ff., 482 f.; MÜLBERT, ZHR (Fn. 14), 183 ff. Diese Thematik wird im Rahmen der vorliegenden Abhandlung nicht weiter vertieft.

⁴² BRANDL/KLAUSBERGER (Fn. 22), N 16 zu § 39 WAG i.V.m. N 21 zu § 38 WAG; MICHAEL GRUBER, Rechtsfolgen der Verletzung von Wohlverhaltenspflichten im WAG 2007, ecoloX 2008, 7.

⁴³ DUVE/KELLER (Fn. 35), 3483; FUCHS (Fn. 10), N 26 zu § 31d WpHG; HEYBEY (Fn. 26), 359; ROZOK (Fn. 10), N 544; PETER O. MÜLBERT, Anlegerschutz bei Zertifikaten – Beratungspflichten, Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1149 ff., 1161.

⁴⁴ CESR/07-228b (Fn. 27), 8, N 15. Damit hat CESR seinen früheren Standpunkt, wonach ein direkter Zusammenhang zwischen konkreter Dienstleistung und bestimmtem Endkunden vorliegen müsse, aufgegeben. Vgl. hierzu CESR Public Consultation, Inducements under MiFID, (nachfolgend: CESR/06-687), 7, N 19.

⁴⁵ ASSMANN (Fn. 10), 53.

⁴⁶ So etwa, wenn der Anbieter von Finanzprodukten dem Vermögensverwalter eine Zuwendung ausrichtet, welche ihrerseits durch vom Kunden bezahlte Produktgebühren finanziert wird. Faktisch wird hier nämlich ein und derselbe Service doppelt vom Kunden berappt. Vgl. hierzu CESR/07-228b (Fn. 27), 13, Beispiel V.

⁴⁷ Wengleich diese rechtlich nicht bindend sind (vgl. CESR/07-228b [Fn. 27], 3, «status of the recommendations»), kommt den Empfehlungen von CESR eine hohe autoritative Wirkung zu.

⁴⁸ CESR/07-228b (Fn. 27), 13, Antwort zu Beispiel V. Vgl. hierzu auch EICHORN (Fn. 2), 188. Offenbar ziehen gewisse Finanzinstitute die Herausgabe von Vertriebsentschädigungen einer Of-

konkrete Stellungnahme der Aufsichtsbehörden zu dieser Frage liegt allerdings nicht vor und ist aufgrund der überwiegend zivilrechtlichen Natur dieser Frage wohl auch in Zukunft kaum zu erwarten.

Der Wertpapierfirma obliegt grundsätzlich der *Nachweis* dafür, dass bzw. inwiefern die Vertriebsentschädigung zur Verbesserung der Dienstleistungsqualität beiträgt.⁴⁹ Dies gilt allerdings nicht ohne *Ausnahme*: Nach Erwägungsgrund 39 MiFID-DRL wird für die Annahme einer Zuwendung im Zusammenhang mit Anlageberatung⁵⁰ oder bei der Abgabe allgemeiner Empfehlungen⁵¹ eine Qualitätsverbesserung vermutet. Diese in der Lehre heftig kritisierte Vermutung⁵² wurde seitens CESR damit begründet, dass gewisse Dienstleistungen vermutlich gar nicht angeboten würden, falls die Finanzinstitute nicht für ihre Vertriebsdienstleistungen entschädigt würden; letztlich führe die Ausrichtung von Vertriebsentschädigungen dazu, dass der Kunde von einer erweiterten Produktpalette und damit von einer verbesserten Dienstleistungsqualität beim Vertrieb von Finanzprodukten profitieren könne.⁵³

fenlegung effektiv vor; so z.B. die in Deutschland tätigen Institute QUIRIN BANK AG und BANK JULIUS BÄR (DEUTSCHLAND) AG.

⁴⁹ CESR/07-228b (Fn. 27), 8, N 15; CESR MiFID Supervisory Briefings – Inducements (nachfolgend: CESR/08-734), 4. Qualitätsverbesserung und Kundeninteresse sind daher explizit auch in dem von der BaFin erlassenen Verzeichnis der Mindestaufzeichnungen gemäss § 34 Abs. 5 WpHG erwähnt. Die konkrete Handhabung in der Praxis scheint hingegen noch nicht vollends geklärt zu sein: Während ROZOK (Fn. 10), N 542, in diesem Kontext die Meinung vertritt, dass die Aufsichtsbehörde von einem beaufsichtigten Institut den Nachweis über die «Angemessenheit der vereinnahmten Zuwendungen» verlangen könne, hält FUCHS (Fn. 10), N 27 zu § 31d WpHG, es für fraglich, ob die Finanzinstitute tatsächlich den Nachweis dafür erbringen müssen, dass sie die vereinnahmten Vertriebsentschädigungen «zweckkonform einsetzen».

⁵⁰ Unter Anlageberatung ist die Abgabe persönlicher Empfehlungen an individuelle Kunden zu verstehen. Vgl. statt vieler etwa FUCHS (Fn. 10), N 30 zu § 31d WpHG. HEYBEY (Fn. 26), 361, präzisiert zu Recht, dass Bestandespflegekommissionen nicht unter die für Anlageberatung geltende Vermutung fallen, da es ihnen an erforderlichen Zusammenhängen zur Anlageberatung fehlt. Schliesslich hängt es zum Zeitpunkt des Vertriebs des Finanzinstruments ja vom Zufall ab, wie lange ein Kunde das Finanzinstrument in seinem Depot hält. Bestandespflegekommissionen sind daher immer nur mit dem Nachweis der Qualitätsverbesserung zulässig.

⁵¹ Allgemeine Empfehlungen sind zum Beispiel Marketingmitteilungen und Finanzanalysen. Die Empfehlung darf nicht auf die Bedürfnisse eines individuellen Kunden zugeschnitten sein. Vgl. Gesetzentwurf der Deutschen Bundesregierung (Fn. 19), 67 f.

⁵² ASSMANN (Fn. 10), 49, 51, beklagt, dass in diesem Kontext wohl «eher Interessengruppen als sachbezogene rechtspolitische Vernunft am Werk» gewesen seien. Denn die getroffene Regelung führe dazu, dass «der interessenkonfliktträchtigste aller Interessenkonfliktsfälle» vom Verbot der Annahme von Zuwendungen ausgenommen werde. ROZOK, (Fn. 10), N 541, hält dem entgegen, die Ausnahmeregelung trage insofern der «Rechtswirklichkeit Rechnung», als der erhebliche personelle und sachliche Aufwand für Anlageberatung und allgemeine Empfehlungen ohne entsprechende finanzielle Gegenleistung gar nicht erbracht werden könne. Ähnlich auch die Begründung bei FUCHS (Fn. 10), N 31 zu § 31d WpHG.

⁵³ CESR/07-228b (Fn. 27), 10, N 21.

3.2 Handeln im besten Kundeninteresse

Vertriebsentschädigungen sind nur dann zulässig, wenn sie nicht zu einer Beeinträchtigung von Kundeninteressen führen (Art. 26 lit. b [ii] MiFID-DRL). Es besteht insofern eine enge Interdependenz mit dem Anforderungskriterium der Qualitätsverbesserung, als eine Vermutung für ein Handeln im besten Kundeninteresse besteht, sobald eine Vertriebsentschädigung die Dienstleistungsqualität der Wertpapierfirma verbessert. Allerdings lässt sich mit dem Nachweis gesteigerter Dienstleistungsqualität allein nicht jeglicher Interessenkonflikt ausräumen.⁵⁴

Bei der Beurteilung, ob die Voraussetzung des Handelns im besten Kundeninteresses erfüllt ist, sind stets die *Umstände des konkreten Einzelfalles* massgebend:⁵⁵ Hat ein Finanzinstitut für den Vertrieb von Produkten unterschiedlicher Anbieter Vertriebsentschädigungen in vergleichbarer Höhe erhalten, dürfte dieses Kriterium zweifelsohne erfüllt sein, weil in einer derartigen Konstellation ausgeschlossen werden kann, dass die Vertriebsentschädigung für die Wahl eines Produkts ausschlaggebend gewesen ist.⁵⁶ Umgekehrt sind Kundeninteressen beispielsweise etwa dann akut gefährdet, wenn sich eine Wertpapierfirma in einer Rahmenvereinbarung gegenüber einem Produkthanbieter verpflichtet, einen bestimmten Mindestumsatz in einem bestimmten Produkt zu erreichen oder dieses Kunden besonders zu empfehlen.⁵⁷

3.3 Offenlegung

Das zentrale Anforderungskriterium für zulässige Vertriebsentschädigungen besteht in der Sicherstellung zureichender *Transparenz*. Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind deshalb dazu verpflichtet, Existenz, Art⁵⁸ und Umfang⁵⁹ von Vertriebsentschädigungen in «umfassender, zutreffender und verständlicher Weise deutlich»⁶⁰ offen zu legen (Art. 26 Abs. 1 lit. b [i] MiFID-DRL). Damit die Kunden verschiedene Angebote vergleichen und gegebenenfalls Abstand von der

⁵⁴ ASSMANN (Fn. 10), 51; FUCHS (Fn. 10), N 32 zu § 31d WpHG.

⁵⁵ ASSMANN (Fn. 10), 52; FUCHS (Fn. 10), N 32 f. zu § 31d WpHG.

⁵⁶ Zum Ganzen vgl. ASSMANN (Fn. 10), 52.

⁵⁷ HEYBEY (Fn. 26), 361.

⁵⁸ Offen zu legen ist, ob es sich um einmalige Vergütungen (z.B. Platzierungskommissionen) oder um regelmässige Zuwendungen (z.B. Bestandespflegekommissionen) handelt. Die Lehre warnt allerdings davor, allzu «kleinteilige Klassierungen» zu verlangen. FUCHS (Fn. 10), N 39 zu § 31d WpHG; ROZOK, (Fn. 10), N 564.

⁵⁹ Besonders umstritten ist die Frage, wie detailliert sich die Offenlegungsklauseln über die Spannbreiten von Vertriebsentschädigungen äussern müssen. Vgl. hierzu etwa FUCHS (Fn. 10), N 40 zu § 31d WpHG; MÜLBERT, ZHR 172 (2008) (Fn. 14), 190; ROZOK (Fn. 10), N 565, sowie die nachstehend analysierten Beispiele aus der Offenlegungspraxis (siehe hierzu nachfolgend IV.2.2.2).

⁶⁰ Die Offenlegung ist in einer klaren Sprache zu verfassen, welche dem «Verständnishorizont» der jeweiligen Kundenkategorie Rechnung trägt. FUCHS (Fn. 10), N 38 zu § 31d WpHG.

Dienstleistung nehmen können,⁶¹ muss die Offenlegung vor Erbringung der fraglichen Wertpapierdienstleistung erfolgen.⁶²

Finanzinstitute müssen ihre Kunden allerdings nicht zwingend im Rahmen der soeben beschriebenen *Offenlegung in detaillierter Form* i.S.v. Art. 26 Abs. 1 lit. b (i) MiFID-DRL informieren. Entscheidet sich ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen für das in Art. 26 Abs. 2 MiFID-DRL vorgesehene, zweistufige Transparenzmodell⁶³, so ist es ausreichend, nur die «wesentlichen Bestimmungen der Vereinbarungen» über Vertriebsentschädigungen in Form einer Zusammenfassung zu veröffentlichen (Stufe 1). Auf Nachfrage sind den Kunden allerdings weitere Einzelheiten offen zu legen (Stufe 2). Konkrete Anhaltspunkte über den erforderlichen Gehalt einer *Offenlegung in zusammengefasster Form* fehlen bisher weitestgehend. CESR hat einzig betont, dass generische Offenlegungen (sog. «generic disclosure»), welche bloss über die Möglichkeit der Annahme oder Gewährung von Vertriebsentschädigungen informieren, den Vorgaben von Art. 26 MiFID-DRL nicht genügen.⁶⁴

III. Gesetzgeberische Implementierung

Prima vista haben die im Rahmen der vorliegenden Analyse untersuchten EU-Mitgliedstaaten die europarechtlichen Bestimmungen über Vertriebsentschädigungen in ihren Umsetzungsgesetzen *tel quel* übernommen. Wie sich bei näherer Betrachtung gezeigt hat, ist diese Aussage jedoch nur mit Blick auf *Österreich*⁶⁵, *Frankreich*⁶⁶, *Grossbritannien*⁶⁷ und *Finnland*⁶⁸ ganz korrekt.

Für die zwei übrigen untersuchten EU-Mitgliedstaaten drängen sich folgende Präzisierungen auf:

*Deutschland*⁶⁹ hat Art. 26 MiFID-DRL in § 31d Abs. 3 WpHG zwar ebenfalls in weiten Teilen fast wörtlich übernommen, allerdings mit einer sehr bedeutenden Ausnahme: Der deutsche Gesetzgeber hat die Pflichten jener Wertpapierfirmen, welche für die Offenlegung von Vertriebsentschädigungen das zweistufige Transparenzmodell gewählt haben, verschärft. Diese sind nämlich nicht nur verpflichtet, auf Nachfrage ihrer Kunden weitere Einzelheiten zur Annahme und Gewährung von Vertriebsentschädigungen offen zu legen. Vielmehr müssen sie ihre Kunden auf diese Nachfragemöglichkeit explizit aufmerksam machen.⁷⁰ Obwohl MiFID und in weiten Teilen auch MiFID-DRL eine Vollharmonisierung bezwecken,⁷¹ deutet nichts darauf hin, dass der deutsche Gesetzgeber mit dieser zusätzlichen Anforderung an die Wertpapierfirmen den – zugegebenermassen relativ engen – Spielraum bei der einzelstaatlichen Umsetzung überschritten hat. Bis dato liegt zumindest keine Meldung vor, wonach Deutschland von der Ausnahmeregelung von Art. 4 MiFID-DRL Gebrauch machen wolle.⁷² Auch materiell macht die vom deutschen

itustarkastus.fi/NR/rdonlyres/F0271E15-49A7-4970-8DF2-073F07773153/0/21std2.pdf>).

⁶⁹ § 31d des Gesetzes über den Wertpapierhandel (WpHG), neugefasst durch [Bekanntmachung vom 9.09.1998, BGBl. I 2708.] das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkttrichlinie-Umsetzungsgesetz – FRUG) vom 16.07.2007, BGBl. 2007 I Nr. 31 vom 19.07.2007, 1330 ff.

⁷⁰ Nach dem Wortlaut von § 31d Abs. 3 WpHG kann die Offenlegung in zusammengefasster Form erfolgen, «sofern das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden die Offenlegung näherer Einzelheiten *anbietet* und auf Nachfrage gewährt.» (Hervorhebung beigelegt). Art. 26 Abs. 2 MiFID-DRL hingegen schweigt sich hierzu aus und verlangt lediglich, dass sich die «Wertpapierfirma verpflichtet, auf Wunsch des Kunden weitere Einzelheiten offenzulegen».

⁷¹ MiFID bewirkt allerdings nur eine Maximalharmonisierung und keine Vollharmonisierung, d.h., MiFID gilt für grenzüberschreitende Vorgänge und verbietet lediglich, dass der Gaststaat für Waren und Dienstleistungen aus anderen Mitgliedstaaten unter Berufung auf Allgemeininteressen strengere nationale Vorschriften erlässt. Im Unterschied dazu wird mit einer Vollharmonisierung flächendeckend ein für alle Sachverhalte einheitliches Regelungsniveau festgelegt, welches auch rein innerstaatliche Vorgänge ohne grenzüberschreitenden Bezug betrifft. Vgl. hierzu PETER O. MÜLBERT, Auswirkungen der Art. 19 ff. MiFID auf das Zivilrecht am Beispiel von Vertriebsvergütungen, Arbeitspapier 2008 des Instituts für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz, 10 (<www.jura.uni-mainz.de/muelbert/Dateen/Auswirkungen_der_Art_19_ff_MiFID_auf_das_Zivilrecht_am_Beiispiel_von_Vertriebsverguetungen_neu.pdf>).

⁷² Unter bestimmten Voraussetzungen erlaubt Art. 4 Abs. 1 MiFID-DRL, dass nationale Gesetzgeber strengere Anforderungen als die in der MiFID-DRL enthaltenen Standards einführen. In materieller Hinsicht ist erforderlich, dass derartige Vorschriften für die Marktstruktur des fraglichen Mitgliedstaats von besonderer Bedeutung sind (lit. a) oder dass die strengeren Vorschriften der Eindämmung spezifischer Risiken dienen, für welche keine entsprechenden Schutzmassnahmen auf Gemeinschaftsebene existieren (lit. b). In formeller Hinsicht sind die Mitgliedstaaten verpflichtet, der EU Kommission spätestens einen Monat

⁶¹ In der Doktrin wird jedoch auch auf die Grenzen dieses auf «Selbstschutz des Kunden» aufbauenden Regulierungskonzepts hingewiesen, so FUCHS (Fn. 10), N 36 zu § 31d WpHG. Vgl. auch ASSMANN (Fn. 10), 49.

⁶² Dies ergibt sich explizit aus dem Wortlaut von Art. 26 lit. b (i) MiFID-DRL. Siehe hierzu auch FUCHS (Fn. 10), N 37 zu § 31d WpHG; ROZOK, (Fn. 10), N 566; THIEME (Fn. 18), 417. Ist der Umfang der Vertriebsentschädigung vor Erbringung der Wertpapierdienstleistung nicht feststellbar, so ist der Kunde gemäss Art. 26 lit. c (i) MiFID-DRL zumindest über die Berechnungsmethode zu informieren. Für eine Schilderung entsprechender Fallkonstellationen vgl. PRICE (Fn. 35), 157; ROZOK (Fn. 10), N 565.

⁶³ FUCHS (Fn. 10), N 42 zu § 31d WpHG; MÜLBERT, ZHR 172 (2008) (Fn. 14), 189; ROZOK (Fn. 10), N 565.

⁶⁴ CESR/07-228b (Fn. 27), 10, N 23; 11, Empfehlung 6. Zu dieser Problematik und den entsprechenden Auswirkungen auf die Offenlegungspraxis siehe nachfolgend IV.2.2.1.

⁶⁵ § 39 des Bundesgesetzes über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen, BGBl. I Nr. 60/2007.

⁶⁶ Article 314-76, Livre III Règlement Général de l'autorité des marchés financiers (<www.amf-france.org/documents/generel/8006_1.pdf>)

⁶⁷ Section 2.3 FSA Conduct of Business Sourcebook (<<http://fsa-handbook.info/FSA/handbook/COBS.pdf>>).

⁶⁸ § 7.1. Code of conduct for the provision of financial services 2.1, erlassen von der finnischen Aufsichtsbehörde «Finanssivalvonta» (nachfolgend: FIN-FSA) am 16.06.2006 (<[306](http://www.raho-</p>
</div>
<div data-bbox=)

Gesetzgeber gewählte Lösung durchaus Sinn, ist es doch auch in vielen anderen Mitgliedstaaten üblich, dass Finanzinstitute ihre Kunden auf die Nachfragemöglichkeit aufmerksam machen, selbst wenn sie von Gesetzes wegen dazu nicht verpflichtet wären.

*Schweden*⁷³ hat interessanterweise ähnliche Wege wie Deutschland beschritten. Denn auch im schwedischen Recht sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welche das zweistufige Transparenzmodell anwenden, dazu verpflichtet, ihre Kunden über die Nachfragemöglichkeit aufzuklären. Allerdings wurde diese Pflicht nicht auf Gesetzesstufe verankert. Aber immerhin hat die schwedische Aufsichtsbehörde «Finansinspektionen» unlängst in einem Bericht festgehalten, dass die einschlägige Vorschrift des schwedischen Umsetzungsgesetzes – welche zwar mit dem Wortlaut von Art. 26 Abs. 2 MiFID-DRL übereinstimmt – in diesem Sinne auszulegen sei.⁷⁴

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass es auf Stufe der mitgliedstaatlichen Implementierung in den untersuchten Rechtsordnungen kaum nennenswerte Abweichungen vom Text von Art. 26 MiFID-DRL gibt. Zumindest auf Gesetzesstufe scheint sich die «europäische Einheitssprache» somit durchgesetzt zu haben. Dieses Ergebnis erstaunt wenig, zumal sich die einzelnen Mitgliedstaaten verständlicherweise davor hüten, die internationale Wettbewerbsfähigkeit ihres Finanzdienstleistungssektors durch «gold plating»⁷⁵ zu schwächen.

IV. Offenlegungspraxis

Der nachfolgende Teil gibt die Ergebnisse einer *empirischen Analyse* von Offenlegungsklauseln aus Deutschland, Österreich, Frankreich, Grossbritannien, Schweden und Finnland wieder.⁷⁶ Er zeigt zunächst all-

gemeine Tendenzen in der Offenlegungspraxis auf, welche sich unbeschden der Herkunft, des Tätigkeitsgebiets bzw. der Grösse der jeweiligen Finanzinstitute feststellen lassen (nachfolgend IV.1.), geht sodann kasuistisch auf eine Reihe von Problemen ein, welche sich in der Umsetzungspraxis manifestieren (nachfolgend IV.2.) und schliesst mit einer Falsifizierung bzw. Verifizierung der gegenläufigen Thesen der «Einheitssprache» bzw. der «Vielfalt der Dialekte» ab (nachfolgend IV.3.).

1. Allgemeine Tendenzen

1.1 Zweistufiges Transparenzmodell als Standard

Art. 26 Abs. 1 lit. b (i) MiFID-DRL scheint zwar die Offenlegung in detaillierter Form als «Normalfall» statuieren zu wollen. Weil den Wertpapierfirmen mit Blick auf die Modalitäten der Offenlegung jedoch eine Wahlmöglichkeit eingeräumt wird, erstaunt es wenig, dass die Offenlegung in zusammengefasster Form i.S.v. Art. 26 Abs. 2 MiFID-DRL (zweistufiges Transparenzmodell) in der Praxis ganz klar überwiegt. Diese Erkenntnis hat sich anlässlich der Analyse von Offenlegungsklauseln ganz deutlich abgezeichnet und sie wird auch von mehreren Aufsichtsbehörden bestätigt.⁷⁷ Nach Einschätzung der schwedischen SWE-FSA ziehen die meisten Finanzinstitute eine Offenlegung in zusammengefasster Form deshalb vor, weil sie detaillierte Angaben zu Vertriebsverträgen mit Dritten als *geschäfts- und wettbewerbskritisch* betrachten und daher nach Möglichkeit von einer Veröffentlichung absehen.⁷⁸ Ganz abgesehen davon rechnen offenbar viele Wertpapierfirmen damit, dass ein Grossteil der Kunden von der Nachfragemöglichkeit keinen Gebrauch machen wird, womit sich der Compliance-Aufwand bei konsequenter Anwendung des zweistufigen Transparenzmodells im Vergleich zu einer Offenlegung nach dem einstufigen Transparenzmodell beträchtlich reduzieren dürfte.

Solange die Offenlegung in «umfassender, zutreffender und verständlicher Weise» (Art. 26 Abs. 1 lit. b [i] MiFID-DRL) erfolgt, sind die Finanzinstitute in der konkreten Ausgestaltung der Offenlegung frei. Besonders häufig erfolgt die Offenlegung in Form eines *Fliesstexts*, wie etwa folgendes Beispiel zeigt, welches den AGB einer in Deutschland domizilierten Bank entnommen ist:⁷⁹

vor Inkraftsetzung derartiger Bestimmungen Meldung zu erstatten (siehe <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_implementation_de.htm>). Dieser Vorbehalt gilt allerdings nur für reine Binnensachverhalte; für grenzüberschreitende Vorgänge sind strengere nationale Regelungen aufgrund der Art. 31 Abs. 1 und Art. 32 Abs. 1 MiFID ausgeschlossen. Vgl. zum Ganzen MÜLBERT, Arbeitspapier (Fn. 71), 11.

⁷³ Kapitel 12 der Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:16 om värdepappersrörelse (<www.fi.se/upload/30_Regler/10FFFS/2007/FFFS0716.pdf>)).

⁷⁴ «The summary shall always contain clear wording that the client has the right to receive exact information regarding inducements from the investment firm». «Finansinspektionen» (nachfolgend: SWE-FSA), One year with MiFID (Final report: securities regulations) vom 9.04.2009, 22 (<[www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/20_Miscellaneous/20_Miscellaneous/mifid_year_final.pdf](http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/20_Miscellaneous/mifid_year_final.pdf)>)).

⁷⁵ Von sog. gold plating spricht man dann, wenn ein EU-Mitgliedstaat im Rahmen der nationalen Umsetzung einer EU-Richtlinie über dem Harmonisierungsniveau liegende, restriktivere Vorschriften in Kraft setzt.

⁷⁶ Gegenstand der Untersuchung bildeten – mit einer Ausnahme – nur über Internet abrufbare Offenlegungsklauseln. Bei Offenlegungen in zusammengefasster Form wurde zudem die Nachfragemöglichkeit bei den jeweiligen Finanzinstituten nicht beansprucht. Detailangaben zu den analysierten Offenlegungs-

klauseln sowie die entsprechenden Fundstellen finden sich am Ende des Beitrags in den Anhängen 1–6.

⁷⁷ Schriftliche Auskunft von Frau Dr. NINA NOLTE, Oberregierungs-rätin bei der BaFin vom 17.11.2008; SWE-FSA, Final report (Fn. 74), 21.

⁷⁸ SWE-FSA, A year with MiFID, Partial report – How firms are managing with the new securities regulations, 19.12.2008, 10 f. (<www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/20_Miscellaneous/2008/mifid_year.pdf>)).

⁷⁹ DEUTSCHE BANK AG, Eröffnung maxblue Depot/maxblue Wertpapier Sparplan (Anhang 1), 3.

«Vertriebsvergütungen werden als Platzierungs- und als Vertriebsfolgeprovisionen gezahlt. Platzierungsprovisionen fallen beim Vertrieb von Zertifikaten und strukturierten Anleihen an. Sie werden von den Emittenten dieser Wertpapiere als einmalige, umsatzabhängige Vergütung an die Bank geleistet. Die Höhe der Provision beträgt in der Regel zwischen 0,5 und 2 %; alternativ gewähren die Emittenten der Bank einen entsprechenden Abschlag auf den Ausgabepreis der Wertpapiere. Vertriebsfolgeprovisionen fallen im Zusammenhang mit dem Verkauf von Investmentanteilen, Zertifikaten und strukturierten Anleihen an. Sie werden von den Emittenten dieser Wertpapiere als wiederkehrende, bestandsabhängige Vergütung an die Bank geleistet. Die Höhe der Provision beträgt in der Regel beispielsweise bei Rentenfonds zwischen 0,1 und 0,9 % p. a., bei Aktienfonds zwischen 0,5 und 1,5 % p. a., bei offenen Immobilienfonds zwischen 0,2 und 0,8 % p. a. sowie bei Zertifikaten und strukturierten Anleihen zwischen 0,1 und 1,5 % p. a. Einzelheiten zu den Vertriebsvergütungen für ein konkretes Wertpapier teilt die Bank dem Kunden auf Nachfrage, im Fall der Anlageberatung unaufgefordert vor dem Abschluss eines Wertpapiergeschäfts mit.»

Um die Übersichtlichkeit der Information zu verbessern, haben sich einige Finanzinstitute stattdessen für Offenlegungen in *tabellarischer Form* entschieden, wie etwa folgendes Beispiel eines kleineren österreichischen Instituts veranschaulicht:⁸⁰

«Im Hinblick auf die interessengerechte Durchführung von Wertpapierdienstleistungen möchte die Sparkasse Kremstal-Pyhrn darauf hinweisen, dass im Rahmen bestehender vertraglicher Vereinbarungen mit Dritten (z. B. Fondsgesellschaften) Vorteile (Verkaufsanreize) von diesen Dritten entgegengenommen werden können. Diese Vorteile von Dritten werden verwendet, um die Qualität der für unsere Kunden erbrachten Dienstleistungen nachhaltig zu verbessern bzw. das Qualitätsniveau unserer Kundenbetreuung langfristig aufrechtzuerhalten. Für folgende Wertpapierarten werden gemäß üblicher internationaler Praxis geldwerte Vorteile in Form von Bestandsprovisionen von Dritten geleistet (jährliche Vergütung für die Vermittlung von Produkten).

Immobilienaktien	0 % bis 0,40 %
Zertifikate	0 % bis 0,50 %
Anleihen Strukturierte Anleihen mit	
Aktivem Kapitalsicherungsmanagement	0 % bis 0,50 %
Wohnbauanleihen	0 % bis 0,45 %
Sonstige Anleihen	0 % bis 0,50 %
ERSTE-SPARINVEST Fonds	
Aktienfonds	0 % bis 0,50 %
Rentenfonds	0 % bis 0,30 %
sonstige Fonds	0 % bis 0,72 %
Dritt-Fonds	0 % bis 0,80 %

Prozentangaben beziehen sich bei Fonds auf den Rechenwert, bei allen anderen Wertpapierkategorien auf den Kurswert. Die Sparkasse Kremstal-Pyhrn erklärt ausdrücklich, dass die Annahme solcher Vorteile keine Beeinträchtigung für das Handeln im besten Interesse des Kunden darstellt.»

Unbesehen der gewählten Form entsprechen beide Beispiele den Vorgaben von Art. 26 MiFID-DRL, zumal nicht nur die Art der Vertriebsentschädigung offengelegt wird, sondern auch deren Berechnungsmodus bzw. aussagekräftige Spannbreiten zur Beurteilung des Umfangs der Zuwendungen angeführt werden.

In aufsichtsrechtlicher Hinsicht ist auch die Wahl des Dokuments, in welchem Vertriebsentschädigungen offen gelegt werden, irrelevant. Offenlegungen in zusammengefasster Form finden sich in der Praxis daher in einer *Vielzahl von Dokumenten*. Besonders typisch sind etwa (Verzichts)Klauseln⁸¹ in Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB), Ausführungen in Informationsbroschüren mit allgemeinen Angaben zur Implementierung von MiFID oder in den entsprechenden Conflict of Interest Policies der Finanzinstitute, oftmals finden sich Offenlegungsklauseln aber auch in Broschüren, welche allgemein über Finanzdienstleistungen und -produkte und die damit verbundenen Risiken informieren. In seltenen Fällen wird zur Offenlegung von Vertriebsentschädigungen sogar eine separate Informationsschrift verfasst.

1.2 Einstufiges Transparenzmodell als Ausnahme

Offenlegungen nach dem einstufigen Transparenzmodell sind in der Praxis äusserst *selten*. Von insgesamt 55 analysierten Klauseln handelte es sich nur in gerade zwei Fällen um Offenlegungen in detaillierter Form i.S.v. Art. 26 Abs. 1 lit. b (i) MiFID-DRL. In beiden Fällen erfolgte die Offenlegung produktspezifisch, d.h. als Teil einer Dokumentation, welche ein Finanzinstitut für den Vertrieb eines bestimmten Produkts erstellt

⁸⁰ SPARKASSE KREMSTAL-PYHRN, Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen (Anhang 2), 3 f.

⁸¹ Diese Form kommt insbes. dann zur Anwendung, wenn gleichzeitig ein zivilrechtlich relevanter Verzicht auf Herausgabe der Vertriebsentschädigung erfolgt. Siehe hierzu etwa die in Fn. 79 zitierte AGB-Klausel.

hatte. Ein repräsentatives Beispiel hierfür ist folgende tabellarische Darstellung, welche einer Broschüre eines britischen Wertpapierdienstleistungsunternehmens über den Vertrieb verschiedener konzerninterner und externer Fonds entnommen ist:⁸²

A comparison of features and charges

	Initial Charge	Annual Management Charge (AMC) [*]	Other Expenses
HSBC World Selection – Balanced Portfolio	1.00%	1.25%	0.83%
Invesco Perpetual UK Growth Fund	1.00%	1.50%	0.19%
JPM Emerging Markets Fund	1.00%	1.50%	0.20%
Schroder Global Property Securities Fund	1.00%	1.50%	0.17%

^{*} HSBC Trust Company (UK) Limited will receive a percentage of the AMC from the fund providers. This does not affect the charges paid by you. The current percentages received from each company are shown in the table below:

HSBC Global Asset Management (UK) Limited	67.5%
INVESCO Fund Managers Limited	60.0%
JPMorgan Funds Limited	66.6%
Schroder Unit Trusts Limited	66.0%

Um den Kunden eine Vergleichsmöglichkeit anzubieten, werden die Vertriebsentschädigungen, welche von verschiedenen Fondsanbietern ausgerichtet werden, in Prozenten der jährlichen Verwaltungsgebühr («Annual Management Charge») dargestellt.⁸³

Etwas weniger kundenfreundlich ausgestaltet ist eine detaillierte Offenlegungsklausel, die ein Finanzinstitut aus Deutschland in einer Produktbroschüre mit Informationen zum Vertrieb von Anlagefonds eines Drittanbieters veröffentlicht hat. Der Umfang der Vertriebsentschädigung ergibt sich nämlich nur aus Daten, die der Kunde an verschiedenen Stellen in der Broschüre zusammensuchen muss:⁸⁴

«Ausgabeaufschlag: 3,00 %. Den Ausgabeaufschlag zahlt der Kunde an die Deutsche Bank AG bzw. die Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG.

Vertriebsfolgeprovision: 49,5bp. Die Emittentin zahlt die Vertriebsfolgeprovision als umsatzabhängige Vertriebsvergütung an die Deutsche Bank AG bzw. die Deutsche Privat- und Geschäftskunden AG. Die Provision wird bestandsabhängig wiederkehrend aus der Kostenpauschale/Verwaltungsvergütung geleistet. [...]»

Neben diesem Hinweis auf der Frontseite des Prospekts muss der Kunde die an anderer Stelle in der Broschüre publizierten, spezifischen Fondsdaten konsultieren. Erst daraus ist ersichtlich, dass die Vertrieberbank den gesamten Ausgabeaufschlag und fast zwei Drittel der Verwaltungsgebühr erhält.⁸⁵ Es stellt sich effektiv die Frage, ob bei einer derartigen Ausgestaltung überhaupt noch von einer Offenlegung in detaillierter Form gesprochen werden kann.

Aufgrund der bislang verfügbaren Daten muss für das einstufige Transparenzmodell gemäss Art. 26 Abs. 1 lit. b (i) MIFID-DRL ein enttäuschendes Fazit gezogen werden. Offenlegungen in detaillierter Form sind in der Praxis derart selten geblieben, dass man sich nur schwer vorstellen kann, dass diese *regulatorische Totgeburt* irgendwann doch noch zum Leben erweckt werden könnte. Der Finanzindustrie ist dabei zugute zu halten, dass es in vielen Fällen effektiv schwierig sein dürfte, die Vertriebsentschädigung vor Abschluss einer konkreten Transaktion zu beziffern.⁸⁶ Möglicherweise könnte dieser Mangel an Transparenz durch eine detaillierte Offenlegungspflicht nach Abschluss der Transaktion geheilt werden; ein derartiges Offenlegungskonzept ist in Art. 26 MiFID-DRL allerdings nicht vorgesehen.

2. Kasuistik

Nachstehend werden einige repräsentative Beispiele erörtert, welche symptomatisch für die Probleme bei der Umsetzung der europäischen Offenlegungsstandards für Vertriebsentschädigungen sind. Dabei wird nicht nur der *Inhalt* der Offenlegungsklauseln berücksichtigt, sondern auch, in welcher *Form* Vertriebsentschädigungen offen gelegt werden, zumal auch dies mit Blick auf die Kundenfreundlichkeit von Offenlegungsklauseln von Bedeutung sein kann.

2.1 Generische Offenlegungen

Art. 26 Abs. 2 MiFID-DRL und die nationalen Umsetzungsvorschriften verlangen lediglich, dass eine Offenlegung in zusammengefasster Form «die wesentlichen Bestimmungen» der Vereinbarung über Vertriebsent-

⁸² HSBC TRUST COMPANY (UK) LIMITED, Selected Investment Funds (SIF) Fund Insert (Anhang 4), 7. Geringfügige Änderungen (Tabellenspalten entfernt) vorgenommen durch die Autorinnen.

⁸³ Für den Vertrieb des konzernexternen JPMorgan Funds Limited erhält HSBC TRUST COMPANY (UK) LIMITED z.B. 66.6% der jährlichen Verwaltungsgebühr, welche ihrerseits 1.50% des Ausgabepreises beträgt.

⁸⁴ TEMPLETON GLOBAL BOND FUND FONDS KOMPAKT TEMPLETON GLOBAL BOND FUND vertrieben durch die DEUTSCHE BANK AG (Anhang 1).

⁸⁵ TEMPLETON GLOBAL BOND FUND (Fn. 84), 3: Ausgabeaufschlag: 3.00%; Verwaltungsgebühr p.a.: 0.75%; Administrationsgebühr p.a.: 0.30%.

⁸⁶ Denn die Höhe einer Vertriebsentschädigung kann z.B. von der Haltedauer eines Finanzprodukts abhängig sein; ein Faktum, welches im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses aber unmöglich schon bekannt sein kann.

schädigungen beinhalten muss. Was darunter zu verstehen ist, ist offen, denn weder CESR noch die nationalen Aufsichtsbehörden⁸⁷ haben sich konkret dazu geäußert. CESR hat zwar betont, die Zusammenfassung müsse genügend Informationen enthalten, damit der Kunde eine begründete Entscheidung bezüglich der Dienstleistung treffen könne.⁸⁸ Die *mangelnde Konkretisierung* hat in der Offenlegungspraxis allerdings trotzdem dazu geführt, dass eine Vielzahl von Finanzinstituten in diversen Mitgliedstaaten sich mit generischer Offenlegung begnügt.⁸⁹ Wie dürftig derartige Informationen sind, zeigt sich anschaulich an folgendem Beispiel:⁹⁰

«La Banque Dupuy, de Parseval peut être amenée à recevoir des rémunérations ou commissions des fournisseurs de produits financiers en sa qualité de placeur d'instruments financiers. Les montants des rémunérations ou commissions versées varient selon la nature et les caractéristiques de l'instrument financier concerné et sont déterminés sur la base du montant nominal.»

Der Kunde kann einer derartigen Klausel nur gerade entnehmen, dass die Bank möglicherweise Vertriebsentschädigungen entgegen nimmt. Die folgende Klausel scheint auf den ersten Blick zwar ausführlicher, vermittelt dem Kunden aber ebenfalls kaum mehr Informationen:⁹¹

«ING WB will ensure that any fees, commissions or benefits given or received by ING WB to and from third parties requiring disclosure under MiFID are disclosed to you on this website. Examples of such fees, commissions and benefits are:

- ING WB representatives are occasionally offered non monetary benefits or gifts by third parties. ING employees are subject to strict guidelines on how to treat

such benefits. These guidelines are formalised in the Global Gift Policy designed for this purpose.

- ING WB has an agreement with BinckBank who acting as principal will distribute the «Sprinter» product. As part of the distribution agreement, ING WB has agreed to pay BinckBank certain indirect fees based on the volume of sales of the «Sprinter» product.

In the event that you have questions or queries, please do not hesitate to contact [...].»

Fest steht, dass es einem Kunden allein gestützt auf derartige Angaben nicht möglich ist, Interessenkonflikte zu erkennen bzw. die Dienstleistungen verschiedener Anbieter miteinander zu vergleichen. Ohne konkretere Angaben mutieren derartige Offenlegungsklauseln zu zahnlosen Papiertigern.

2.2 Pseudoangaben von Spannbreiten

In der Lehre ist unbestritten, dass Offenlegungen in zusammengefasster Form auch aussagekräftige Spannbreiten⁹² anführen müssen. Denn nur so können Kunden den Umfang von Vertriebsentschädigungen abschätzen und sich gestützt darauf gezielt für einen Anbieter entscheiden.⁹³ Weil die Veröffentlichung derartiger Informationen aus geschäftspolitischen Gründen jedoch heikel ist, suchen die Finanzinstitute Wege, um konkrete Angaben zu Spannbreiten wenn immer möglich zu vermeiden. Sehr anschaulich zeigt sich dies etwa an folgender Offenlegungsklausel eines schwedischen Finanzinstituts:⁹⁴

«[...] Beim Kauf von Fondsanteilen des jeweiligen Fonds bezahlt der Inhaber von Fondsanteilen eine Verwaltungsprovision an die Fondsgesellschaft. Skandiabanken arbeitet mit der Fondsgesellschaft zusammen, um dem Kunden den Kauf von Fondsanteilen via das Fondshandelssystem der Skandiabanken zu ermöglichen. Durch die genannte Zusammenarbeit hat sich die Fondsgesellschaft verpflichtet, einen Teil der Verwaltungsprovision, maximal vierundsechzig Prozent, und in einigen Fällen Teil einer eventuellen Kaufprovision, an Skandiabanken, zu bezahlen.»

Dieses Finanzinstitut scheint die Bandbreiten von Vertriebsentschädigungen möglichst unauffällig offen legen zu wollen, indem es diese nicht wie üblich in Ziffern angibt, sondern in einen Fliesstext («maximal vierundsechzig Prozent») verpackt. Eine ähnliche Problema-

⁸⁷ Zu erwähnen ist immerhin der mit der österreichischen Aufsichtsbehörde FMA inhaltlich abgestimmte Standard Compliance Code der österreichischen Kreditwirtschaft über Interessenkonflikte und Vorteile vom 28.12.2007 (<<http://fma.cms.apa.at/csm/site/DE/detail.html?doc=CMS1200494118076&channel=CH0388>>, 5, N 2 f.). Der Code äussert sich zwar explizit zum Inhalt der Offenlegung in zusammengefasster Form; dennoch verlangt er erstaunlicherweise weder die Angabe von Bandbreiten, noch das Ausweisen der Gesamtentschädigung in Absolutbeträgen bzw. in Prozentsätzen. Bestätigt und konkretisiert durch schriftliche Auskunft von Frau Dr. DANIELA SEDLAK, LL.M., FMA, vom 15.05.2009.

⁸⁸ Vgl. hierzu die Formulierungen von CESR: «enough» bzw. «adequate» CESR/07-228b (Fn. 27), 11, N 24 bzw. Empfehlung 6. Siehe hierzu auch FSA, MiFID supervisory priorities – results of wholesale thematic review, Januar 2009, (<www.fsa.gov.uk/pubs/international/mifid_sup_priorities.pdf>), insbes. 8 f., N. 2.20.

⁸⁹ Dies obwohl CESR betont hat, dass «generic disclosure» den Vorgaben von Art. 26 MiFID-DRL nicht entspricht. Vgl. CESR/07-228b (Fn. 27), 10, N 23; 11, Empfehlung 6. Vgl. auch vorstehend II.3.3.3, Fn. 64.

⁹⁰ BANQUE DUPUY, DE PARSEVAL, Directive des Marchés d'Instruments Financiers (MIF) – Mieux vous connaître pour mieux vous accompagner (Anhang 3).

⁹¹ ING WHOLESAL BANKING, Information on Fees, Commissions and Benefits Given or Received by ING WB to or from Third Parties – Standard Disclosure (Anhang 4).

⁹² Hierfür wären klare Formulierungen erforderlich, wie etwa 50 % der Verwaltungsprovision», «die gesamte Platzierungsprovision» oder «0.25-0.75 % des Marktwertes der Investmentfondsanteile».

⁹³ FUCHS (Fn. 10), N 40 zu § 31d WpHG; MÜLBERT, ZHR 172 (2008) (Fn. 14), 190; ROZOK (Fn. 10), N 565.

⁹⁴ SKANDIABANKEN AB (PUBL), Produktinformation gällande depå i Skandiabanken (Anhang 5), 4. Übersetzung durch die Autorinnen.

tik zeigt sich in folgender Offenlegung einer Bank aus Deutschland:⁹⁵

«Investmentgesellschaften erheben bei der Ausgabe von Fondsanteilen einen Ausgabeaufschlag. So wird auch bei den «Classic-Fonds» des DekaBank-Konzerns verfahren. Vom Ausgabeaufschlag, der in Abhängigkeit der Anlageklasse bis zu 5,50 % bei «Classic-Fonds» des DekaBank-Konzerns und bei anderen Anbietern bis zu 6,00 % der Anlagesumme betragen kann, erhalten wir eine Rückvergütung bis zur Höhe des gesamten Ausgabeaufschlages.»

Die Bank beziffert zwar den Ausgabeaufschlag, umschreibt aber die Höhe der Vertriebsentschädigung nur abstrakt, indem sie betont, diese betrage nicht mehr als den gesamten Ausgabeaufschlag. Letzteres versteht sich allerdings von selbst, weshalb in casu eine Offenlegung ohne konkreten Informationsgehalt vorliegt.

Die mangelhafte Angabe von Spannbreiten in einer Vielzahl von Offenlegungsklauseln erstaunt nicht, verhalten sich doch die nationalen Aufsichtsbehörden in dieser Frage bisher äusserst zurückhaltend. Entsprechende Anfragen haben ergeben, dass namentlich die britische Aufsichtsbehörde FSA⁹⁶, die finnische Finanzmarktaufsichtsbehörde «Finanssivalvonta»⁹⁷ und die schwedische Aufsichtsbehörde «Finansinspektionen»⁹⁸ befürchten, dass Auflagen bezüglich der Offenlegung von Spannbreiten Wettbewerbsnachteile für ihre heimischen Akteure («gold plating»)⁹⁹ generieren könnten. Eine etwas strengere Praxis pflegt hingegen die deutsche BaFin; in Deutschland sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen gehalten, aussagekräftige Spannbreiten für Vertriebsentschädigungen offen zu legen.¹⁰⁰

Die Meinungsbildung der Aufsichtsbehörden zu dieser Frage ist derzeit noch im Gange und solange auch CESR sich zu diesem Thema noch nicht geäußert hat, dürf-

te die Rechtslage ungewiss und die Offenlegungspraxis bezüglich Spannbreiten nur ungenügend bleiben.

2.3 Nachfrage nach weiteren Informationen

Offenlegungen in zusammengefasster Form sind nur dann zulässig, wenn auf Wunsch des Kunden «weitere Einzelheiten» offen gelegt werden. Was konkret darunter zu verstehen ist, bleibt mangels Konkretisierung durch CESR und die nationalen Aufsichtsbehörden offen.¹⁰¹ Diese Unklarheit hat in der Offenlegungspraxis ebenfalls zu Problemen geführt:

So verlangt z.B. ein französisches Finanzinstitut, dass interessierte Kunden weitergehende Informationen schriftlich anfordern müssen.¹⁰² Da Art. 26 Abs. 2 MiFID-DRL kein Schriftlichkeitserfordernis vorsieht, ist diese Auflage nicht nur rechtsunwirksam, sondern sie verstösst auch gegen die europäischen Offenlegungsvorgaben. Andere Institute scheinen das Prinzip des zweistufigen Transparenzmodells missverstanden zu haben, wie etwa folgende Offenlegungsklausel einer in Finnland domizilierten Bank zeigt:

«Upon request, Evli Bank will provide its clients with information on the nature and amount of charges or fees deemed as an inducement, or on the criteria for their determination, before offering an investment or ancillary service. This information may be provided in summary form.»¹⁰³

Es steht ausser Frage, dass «weiteren Einzelheiten» zu Vertriebsentschädigungen, welche von Kunden aktiv verlangt werden, inhaltlich informationsdichter sein müssen, als die Offenlegung in zusammengefasster Form. Dass sich die Bank im konkreten Fall vorbehält, diese zusätzlichen Informationen in zusammengefasster Form zu vermitteln, steht mit den Vorgaben von Art. 26 Abs. 2 MiFID-DRL in Widerspruch.

Besonders fragwürdig ist schliesslich eine Klausel in den AGB eines deutschen Wertpapierunternehmens, zufolge welcher der Kunde auf sein Nachfragerecht verzichtet.¹⁰⁴ Ein derartiger Verzicht ist a priori unvereinbar mit der aufsichtsrechtlichen Offenlegungspflicht.

⁹⁵ SPARKASSEN FINANZGRUPPE, Kundeninformation zum Wertpapiergeschäft (Anhang 1), 10. Vgl. auch BANK AUSTRIA CREDITANSTALT FINANZSERVICE GESMBH, Mehr Transparenz bei der Geldanlage. Mit dem Wertpapieraufsichtsgesetz 2007. (Kundeninformationen) (Anhang 2), 6; EASYBANK AG, Allgemeine Information für Kunden über Annahme von Vorteilen (Anhang 2); HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG Kundeninformationsbroschüre zur EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Anhang 2), 15 f.

⁹⁶ Vgl. FSA, Policy Statement 07/6: Reforming Conduct of Business Regulation vom Mai 2007, 30, N 6.16 (<www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps07_06.pdf>); bestätigt durch schriftliche Auskunft von Frau NDIDI NJOKU, FSA, Wholesale and Prudential Policy, vom 12.09.2008).

⁹⁷ Gemäss mündlicher Auskunft von Herrn OLLI LAURILA, Legal Adviser bei der FIN-FSA, vom 29.01.2009 lässt die finnische Finanzmarktaufsichtsbehörde mangels entsprechender Empfehlungen von CESR Zusammenfassungen ohne Angaben von Spannbreiten ausdrücklich zu.

⁹⁸ SWE-FSA, Partial report (Fn. 78), 11; bestätigt durch mündliche Auskunft von Frau ANN-CHRISTINE IHRFELT, Financial Supervisor bei der SWE-FSA, vom 21.01.2009-

⁹⁹ Für Erläuterungen zu diesem Begriff vgl. vorstehend Fn. 75.

¹⁰⁰ Schriftliche Auskunft von Frau Dr. NINA NOLTE, Oberregierungsärztin bei der BaFin, vom 16.02.2009.

¹⁰¹ Denn aus Art. 26 Abs. 2 MiFID-DRL lässt sich keine Aufklärungspflicht bezüglich dieser Nachfragemöglichkeit ableiten. Immerhin hat der deutsche Gesetzgeber diese Informationspflicht im Rahmen der nationalen Umsetzung in § 31d Abs. 3 WpHG normiert und in Schweden hat die Aufsichtsbehörde eine entsprechende Pflicht vorgesehen. Vgl. SWE-FSA, Final report (Fn. 74), 22. Siehe hierzu auch vorstehend III.

¹⁰² «Une information détaillée peut être obtenue sur demande écrite.» Aus: CAISSE RÉGIONALE DE CRÉDIT AGRICOLE NORD DE FRANCE, Résumé de la Politique de Prévention et de Gestion des Conflits d'Intérêts de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Nord de France (Anhang 3), abrufbar unter: Dispositions Spécifiques Au Réseau De Banque Détail.

¹⁰³ EVLI BANK ABP, Information about Products and Services – Inducements (Anhang 6).

¹⁰⁴ «Auf einen weitergehenden Informationsanspruch gegenüber der VP Bank verzichtet der Kunde hiermit ausdrücklich, wodurch

3. «Einheitssprache oder Vielfalt der Dialekte»?

3.1 Harmonisierende Tendenzen

Tendenzen zur Entwicklung eines EU-weiten, harmonisierten Standards zur Offenlegung von Vertriebsentschädigungen können sich nicht nur aus einer einheitlichen Umsetzung von Art. 26 MiFID-DRL in den Gesetzen der Mitgliedstaaten,¹⁰⁵ sondern insbesondere auch aus dem entsprechenden *Marktverhalten der Finanzindustrie* ergeben. In diesem Kontext stehen zwei Thesen im Vordergrund:

- Zunächst besteht eine starke Vermutung dafür, dass grosse tätige Finanzdienstleistungskonzerne ein vitales Interesse daran haben, *konzernweit geltende Offenlegungsstandards* für Vertriebsentschädigungen mit Geltung für verschiedene EU-Mitgliedstaaten zu schaffen. Denn dadurch lassen sich nicht nur bei der Ausarbeitung derartiger Vorgaben, sondern auch bei der konzernweiten Überwachung im Rahmen der Compliance-Funktion Synergien schaffen, welche es erlauben, den diesbezüglichen Kosten- und Zeitaufwand möglichst gering zu halten. Tatsächlich hat die Analyse mehrere Beispiele derartiger, konzernweit geltender Standards zutage gefördert: So hat etwa ING WHOLESAL BANKING¹⁰⁶ einheitliche Offenlegungsstandards für Vertriebsentschädigungen in Deutschland, Frankreich und Grossbritannien etabliert. NORDEA BANK¹⁰⁷ verwendet für den schwedischen und den finnischen Markt dieselben Offenlegungsklauseln und OPPENHEIM FONDS TRUST GMBH¹⁰⁸ legt Vertriebsentschädigungen immerhin in Deutschland und Österreich einheitlich offen. HSBC¹⁰⁹ und SVENSKA HANDELSBANKEN AB (PUBL)¹¹⁰ umgekehrt wenden unterschiedliche Offenlegungsstandards in verschiedenen Mitgliedstaaten an. Aus den bisher untersuchten Beispielen lässt sich diese These somit nicht eindeutig erhärten.
- Die praktische Umsetzung der MiFID-Bestimmungen ist mit einem erheblichen Aufwand verbunden und stellt bezüglich Komplexität hohe Anforderungen an die Finanzinstitute. Es erscheint daher plausibel davon auszugehen, dass *grössere Finanzinstitute* diesbezüglich eine *Vorreiter-Rolle* einnehmen werden, da diese personell und finanziell eher dazu in der Lage sind, ihre internen Prozesse und Dokumentationen rasch an entsprechende Änderungen in der Regulierung anzupassen. Diese These hat sich anhand der untersuchten Praxisbeispiele allerdings nicht bestätigt: Während beispielsweise die Kundeninformation zu Vertriebsentschädigungen von ING WHOLESAL BANKING¹¹¹, einem der grösseren europäischen Finanzdienstleistungskonzerne, mehr als zu wünschen übrig lässt, hat umgekehrt ein sehr kleines, nur regional tätiges Institut wie die österreichische SPARKASSE KREMSTAL-PYHRN AG¹¹² eine absolut mustergültige Offenlegungsklausel für Vertriebsentschädigungen veröffentlicht.

Die Thesen, wonach sich aus konzernweit geltenden Offenlegungsstandards und aus der Vorreiterrolle der grossen Finanzinstitute EU-weite, harmonisierende Tendenzen ergeben könnten, liessen sich anhand der geprüften Praxisbeispiele somit nicht erhärten. Punkto Vereinheitlichungstendenz muss daher zumindest im heutigen Zeitpunkt eine ernüchternde Zwischenbilanz gezogen werden.

3.2 Länderspezifische Fragmentierung

Lassen sich bei der praktischen Umsetzung der MiFID-Standards für Vertriebsentschädigungen deutliche *länderspezifische Tendenzen* erkennen, so spricht dies dafür, dass Faktoren wie etwa die Einbettung in die jeweilige nationale Rechtsordnung, die Praxis der jeweiligen Aufsichtsbehörde, aber möglicherweise auch die Rechtsprechung der Gerichte zur zivilrechtlichen Herausgabepflicht von Vertriebsentschädigungen derart prägenden Einfluss auf die Offenlegungspraxis der Finanzinstitute haben, dass die praktische Umsetzung der MiFID-Standards für Vertriebsentschädigungen letztlich in einer «Vielfalt (nationaler) Dialekte» innerhalb der EU resultieren wird.

Um die wichtigste Erkenntnis gleich vorwegzunehmen: Die Analyse hat deutliche länderspezifische Eigenheiten in der Offenlegungspraxis der Finanzinstitute zutage gefördert.¹¹³ Das Niveau der Offenlegungspraxis in den untersuchten Mitgliedstaaten ist sehr unter-

der VP Bank insbesondere keine detaillierte Abrechnungspflicht hinsichtlich effektiv bezahlter Zuwendungen obliegt.» Aus: VP VERMÖGENSVERWALTUNG GMBH, Allgemeine Geschäftsbedingungen (Anhang 1), N 10.

¹⁰⁵ Wie bereits dargelegt wurde (vgl. vorstehend III.), trifft letzteres bei den im Rahmen des vorliegenden Beitrags untersuchten Mitgliedstaaten zu.

¹⁰⁶ ING WHOLESAL BANKING (Deutschland, Anhang 1; Frankreich, Anhang 3; Grossbritannien, Anhang 4).

¹⁰⁷ NORDEA BANK (Schweden, Anhang 5; Finnland, Anhang 6).

¹⁰⁸ OPPENHEIM FONDS TRUST GMBH (Deutschland, Anhang 1; Österreich, Anhang 2).

¹⁰⁹ HSBC (Frankreich, Anhang 3; Grossbritannien, Anhang 4.)

¹¹⁰ SVENSKA HANDELSBANKEN AB (PUBL) (Schweden, Anhang 5; Finnland, Anhang 6).

¹¹¹ Vgl. hierzu das vorstehend unter IV.2.2.1 (Fn. 91) angeführte Praxisbeispiel.

¹¹² SPARKASSE KREMSTAL-PYHRN, Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen (Anhang 2), 3 f. Für den vollständigen Wortlaut der Klausel siehe vorstehend IV.1.1.

¹¹³ Selbstverständlich fanden sich in allen Mitgliedstaaten sowohl mustergültige Beispiele als auch «schwarze Schafe». Die folgenden Ausführungen beruhen auf einem Quervergleich des mittleren Niveaus, auf welchem sich der Offenlegungsstandard der Finanzinstitute in den verschiedenen Mitgliedstaaten eingependelt hat.

schiedlich und der kollektive «Umsetzungsgehorsam» in gewissen Mitgliedstaaten teilweise derart gering, dass von einer EU-«Einheitssprache» tatsächlich nicht die Rede sein kann. Im Einzelnen basieren diese Schlüsse auf folgenden, länderspezifischen Feststellungen:

- *Deutschland.* Als besonders vorbildlich in der Umsetzung der europarechtlichen Vorgaben erwiesen sich die deutschen Finanzinstitute.¹¹⁴ Mit einer Ausnahme¹¹⁵ kann den untersuchten Offenlegungsklauseln eine gute bis sehr gute Qualität attestiert werden. In den fraglichen Klauseln werden nämlich nicht nur das Bestehen und die Art der Vertriebsentschädigung transparent gemacht, sondern auch die Berechnungsgrundsätze und die entsprechenden Spannbreiten der Vergütungen offen gelegt, wie sich etwa an folgendem, für viele deutsche Finanzinstitute repräsentativen Beispiel, zeigt:

«[...] Beim Vertrieb von Investmentfondsanteilen betrifft dies insbesondere von Kapitalanlagegesellschaften gezahlte Vertriebsfolgeprovisionen. Deren Höhe beträgt in der Regel bspw. bei Geldmarktfonds zwischen 0,0 und 0,3 % p.a., bei Rentenfonds zwischen 0,1 und 0,6 % p.a. und bei Aktienfonds zwischen 0,2 und 1,0 % p.a. Einzelheiten zu Arten, Verwendung und Höhe der Zahlungen werden vor der jeweiligen Transaktion und auf Nachfrage dargelegt. Weitere Informationen enthalten die «Hinweise zu Absatzentgelten und Zuwendungen» sowie die «Information über den Umgang mit Interessenkonflikten» der Bank.»¹¹⁶

Was im Vergleich zur Offenlegungspraxis anderer Mitgliedstaaten ebenfalls auffällt, ist die Tatsache, dass die Kunden in sämtlichen Offenlegungsklauseln auf die Möglichkeit aufmerksam gemacht werden, weitere Informationen über Vertriebsentschädigungen anzufordern. Letzteres lässt sich schlüssig aus den Eigenheiten der Umsetzung in § 31d Abs. 3 WpHG erklären.¹¹⁷

- *Österreich.* Ähnlich positiv fällt die Gesamtbilanz der Offenlegungspraxis der österreichischen Finanzdienstleistungsindustrie aus. Die analysierten Praxisbeispiele¹¹⁸ werden allesamt den Anforderungen von Art. 26 MiFID-DRL gerecht; namentlich wird in allen Fällen auch auf die Nachfragemöglichkeit hingewiesen. In Einzelfällen erschienen allerdings die Spannbreiten als etwas gar weit gefasst.¹¹⁹

- *Frankreich.* Geradezu drastisch fällt im Kontrast dazu die mangelnde Qualität der in Frankreich veröffentlichten Offenlegungsklauseln auf.¹²⁰ In der überwiegenden Zahl der Fälle handelt es sich um sog. generische Offenlegungen («generic disclosure»), d.h. um ganz allgemein gehaltene Klauseln, welche lediglich auf die Möglichkeit des Ausrichtens von Vertriebsentschädigungen hinweisen, sonst aber alle für den Kunden essentiellen Informationen vermissen lassen.¹²¹

- *Grossbritannien.* Ein ähnlich enttäuschendes Bild zeigte sich im Rahmen der Analyse von Offenlegungsklauseln aus Grossbritannien.¹²² In den Conflict of Interest Policies der britischen Wertpapierfirmen werden Vertriebsentschädigungen meist nur am Rande und in sehr allgemein gehaltenen Worten erwähnt, wie etwa aus dem folgenden Beispiel deutlich erhellt:

«We or other members of the Barclays Group may receive or retain commissions or other benefits relating to certain categories of investments (for example Mutual Funds or structured products) that we recommend or purchase in providing our services. We will provide you with further details about such arrangements as they relate to particular services prior to providing you with these services and at any point thereafter, on request.»¹²³

In einem unlängst publizierten Bericht kommt die Finanzmarktaufsichtsbehörde FSA ebenfalls zum Fazit, dass viele britische Finanzdienstleistungsunternehmen sich damit begnügen, Vertriebsentschädigungen nur generisch offen zu legen («generic disclosure»)¹²⁴. Sie erklärt die mangelhafte Umsetzung der EU-Standards in der Praxis u.a. damit, dass gewisse Wertpapierfirmen den extensiven Umfang der europarechtlichen Bestimmungen zu «inducements» noch nicht adäquat erfasst hätten¹²⁵ oder dass die Finanzinstitute den Mehrwert der Offenlegung für ihre Kunden im Grundsatz anzweifeln und Vertriebsentschädigungen daher nur dann offen

¹¹⁴ Für Fundstellen siehe nachfolgend Anhang 1.

¹¹⁵ Vgl. hierzu das vorstehend in Fn. 95 zitierte Praxisbeispiel.

¹¹⁶ OPPENHEIM FONDS TRUST GMBH, Depoteröffnungsantrag (Anhang 1).

¹¹⁷ Vgl. hierzu vorstehend Fn. 70.

¹¹⁸ Für Fundstellen siehe nachfolgend Anhang 2.

¹¹⁹ Vgl. hierzu etwa HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG und EASYBANK AG: «teilweise oder in voller Höhe»; COMMERZBANK und BANK AUSTRIA CREDITANSTALT FINANZSERVICE GEMBH: «bis zu 100 %» bzw. «0 % bis 100 %». Für Fundstellen siehe nachfolgend Anhang 2.

¹²⁰ Für Fundstellen siehe nachfolgend Anhang 3.

¹²¹ Vgl. hierzu etwa das vorstehend unter IV.2.2.1. (Fn. 90) angeführte Praxisbeispiel.

¹²² Für Fundstellen siehe nachfolgend Anhang 4.

¹²³ BARCLAYS WEALTH, Access some of the world's finest investment managers (Anhang 4), 30, N 10.6.

¹²⁴ FSA, MiFID supervisory priorities (Fn. 88), siehe insbes. 8 f., N. 2.20.

¹²⁵ Namentlich hätten gewisse Wertpapierfirmen angenommen, dass unter MiFID-DRL lediglich Geschenke und Einladungen offenzulegen seien (FSA, Fn. 88, 7, N 2.12). Vgl. hierzu das Beispiel ARJENT LIMITED (Anhang 4). Andere Finanzinstitute seien fälschlicherweise der Meinung gewesen, dass konzerninterne Entschädigungen nicht in den Anwendungsbereich von MiFID fallen (FSA, Fn. 88, 8, N 2.15) oder dass diese als notwendige Zahlungen i.S.v. Art. 26 lit. c MiFID-DRL zu qualifizieren seien (FSA, Fn. 88, 8, N 2.18).

legten, wenn sie der Meinung waren, dass dies für ihre Kunden von Vorteil sei.¹²⁶

- *Schweden.* Auf den ersten Blick vermitteln die von schwedischen Finanzdienstleistungsunternehmen veröffentlichten Offenlegungsklauseln einen relativ kundenfreundlichen Eindruck, zumal sie i.d.R. ausführliche Erläuterungen zum besseren Verständnis der verschiedenen Arten von Vertriebsentschädigungen enthalten.¹²⁷ Bei näherer Betrachtung fällt allerdings auf, dass in den meisten Fällen – wie auch im nachfolgend aufgeführten, repräsentativen Praxisbeispiel – keine Spannbreiten für Vertriebsentschädigungen angegeben werden:¹²⁸

«Für die Vermittlung von Fondsanteilen erhält Swedbank eine Entschädigung von Swedbank Robur Fonder AB (Robur). Die Entschädigung wird entweder als Prozentanteil des Neuverkaufsvolumens oder als Prozentanteil der Verwaltungsgebühr ausbezahlt. In einigen Fällen wird auch eine Einkaufsprovision ausbezahlt, die einen Prozentanteil des hinterlegten Betrages beträgt. Der Kunde zahlt jedoch ausschliesslich eine Verwaltungsgebühr an Robur; die Vergütung an Swedbank führt nicht zu zusätzlichen Kosten für den Kunden. Sollten Sie zusätzliche Informationen wünschen, wenden Sie sich bitte an den Konzernstab Kommunikation».

Es ist fraglich, ob derartige Zusammenfassungen überhaupt die Offenlegungsbestimmungen erfüllen.

- *Finnland.* Die finnische Offenlegungspraxis¹²⁹ ähnelt derjenigen des Nachbarlandes Schweden. Auch die finnischen Wertpapierfirmen beschränken sich i.d.R. auf zwar inhaltlich korrekte, aber abstrakte und daher zu wenig aussagekräftige Offenlegungen. Der zentrale Mangel liegt auch hier in der fehlenden oder unzureichenden Angabe von Bandbreiten, wie sich anhand des folgenden Praxisbeispiels veranschaulichen lässt:¹³⁰

«Carnegie kann im Zusammenhang mit dem Angebot von Wertpapier- oder Nebendienstleistungen Gebühren oder Provisionen an Dritte zahlen bzw. Gebühren oder Provisionen von diesen annehmen. Der Dritte kann ein externer Produkthanbieter, eine andere Marktpartei oder eine Gesellschaft des Carnegie-Konzerns sein. [...] Die Gebühren und Provisionen beziehen sich hauptsächlich auf Kauf-, Verkaufs- und Verwaltungsgebühren. [...] Die Höhe der Rückvergütungen hängt von der Höhe des investierten Vermögens, der Fondsgesellschaft, dem Fondstyp bzw. von der Anteilsklasse ab und beträgt mindestens 0 % und höchstens 50 % der von Kunden bezahlten Verwaltungsgebühr. [...] Auf

Wunsch des Kunden legt Carnegie die Art und Höhe oder den Berechnungsgrund der als Vertriebsentschädigung zu betrachtenden Gebühr vor dem Angebot einer Wertpapier- oder Nebendienstleistung offen.»

Im Ergebnis der Analyse lassen sich *regionalisierende Tendenzen* für bestimmte Ländergruppen erkennen: So fällt auf, mit welcher Konsequenz die Finanzinstitute in Deutschland und Österreich den europarechtlichen Vorgaben zur Offenlegung von Vertriebsentschädigungen gerecht werden. Allerdings ist unklar, ob die hohe Sensibilisierung der deutschen und österreichischen Finanzinstitute effektiv auf die einheitlichen sprachlichen und kulturellen Wurzeln zurückzuführen ist, oder ob die konsequente Umsetzungspraxis nicht viel mehr dadurch bedingt ist, dass sich die Zivilgerichte in diesen Staaten unlängst in einer beeindruckenden Deutlichkeit zur Problematik von Vertriebsentschädigungen geäußert haben.¹³¹ Für erstere These spricht allerdings immerhin, dass auch in Schweden und Finnland eine ähnliche Offenlegungspraxis festgestellt wurde.

V. Würdigung

Wenngleich die diesem Beitrag zugrundeliegende Analyse keinesfalls Repräsentativität für sich beanspruchen darf, so hat sie doch einigermaßen deutlich gezeigt, dass die Offenlegungspraxis für Vertriebsentschädigungen in der EU von einer «Einheitssprache» noch weit entfernt ist. Bemerkenswerterweise kann die «*Vielfalt der Dialekte*» im vorliegenden Kontext jedoch nicht durch Divergenzen in der gesetzgeberischen Umsetzung auf einzelstaatlicher Ebene erklärt werden. Der mangelnde Angleichungseffekt ist vielmehr darauf zurückzuführen, dass die Vorgaben auf europäischer Ebene äusserst vage geblieben sind¹³² und es bisher weitestgehend den nationalen Aufsichtsbehörden überlassen war, ob sie sich mittels detaillierten Offenlegungsstandards für eine stringente, anlegerfreundliche Umsetzung von Art. 26 MiFID-DRL stark machen wollen, oder ob sie es vorziehen, ihre heimische Finanzdienstleistungsindustrie aus Gründen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit so weit als möglich zu schonen. Problematisch ist dies insofern, als die mangelnde Vergleichbarkeit der von den Finanzinstituten veröffentlichten Klauseln dazu geführt hat, dass die Offenlegung ihre zentrale Funktion, d.h., dem Kunden eine sachgerechte Entscheidung für oder gegen eine bestimmte Wertpapierfirma zu ermöglichen, in vielen Fällen gar nicht erfüllen kann.

¹²⁶ FSA (Fn. 88), 8 f., N 2.22.

¹²⁷ Für Fundstellen siehe nachfolgend Anhang 5.

¹²⁸ SWEDBANK AB (PUBL), Depåavtal (Anhang 5), unter: «Informatiön om Incitament». Übersetzung durch die Autorinnen.

¹²⁹ Für Fundstellen siehe nachfolgend Anhang 6.

¹³⁰ CARNEGIE, MiFID (Anhang 6), unter: «Kannustimet». Übersetzung durch die Autorinnen.

¹³¹ Für Referenzen siehe vorstehend Fn. 6.

¹³² Dies betrifft sowohl den Wortlaut der MiFID-DRL als auch, und insbesondere, die entsprechenden Empfehlungen von CESR.

CESR hat die Problematik erkannt und eine Arbeitsgruppe zum Thema «Inducements» eingesetzt. Diese soll die Offenlegungspraxis der Finanzinstitute auf dem gesamten Gebiet der EU analysieren und einen entsprechenden Bericht erstellen.¹³³ Fest steht, dass nur die faktische Autorität von *CESR Empfehlungen* den Harmonisierungsprozess entscheidend in Richtung eines EU-weiten Offenlegungsstandards für Vertriebsentschädigungen vorantreiben kann. Gerade mit Blick auf die Erfüllung der zentralen Regulierungsziele von MiFID – Anlegerschutz und Transparenz – sind die geplanten Schritte von CESR sehr zu begrüßen.

Aus Schweizer Perspektive zeigt sich einmal mehr, dass bei einer vorschnellen Übernahme vermeintlicher EU-Standards Vorsicht geboten ist. Harmonisierungen innerhalb der EU brauchen Zeit und für den aussen stehenden Dritten ist aufmerksames Beobachten und Lernen aus den Anfangsschwierigkeiten in der praktischen Umsetzung derartiger Standards in der EU oftmals zielführender.

Anhang: Fundstellen analysierter Offenlegungsklauseln

Anhang 1: Deutschland

- CAPITOL FINANZHAUS GMBH (<www.capitol-finanzhaus.de/agb/agb_capitol_gmbh_mai08.pdf>)
- COMMERZBANK AG, (<www.commerzbanking.de/P-Portal2/XML/IFILPortal/cms/de/GB/submenues/services/formularcenter/renderform/files/commerzbank_preis_und_leistungsverzeichnis_r4.pdf>)
- DEUTSCHE BANK AG (<www.maxblue.de/rd/media/EroeffnungsauftragDepotSprplan_www.pdf>)
- DEUTSCHE POSTBANK AG (<www.postbank.de/cs-files/Postbank_Konzernrichtlinie_Interessenkonflikte.pdf>)
- DRESDNER BANK AG (<www.dresdnerprivat.de/fb/all/pdf/banking/wp_informationen_wertpapiergeschaeft.pdf>)
- FLATEX AG (<www.flatex.de/upload/080814-Informationen_nach_7514.pdf>)
- FRANKFURTER FONDSBANK GMBH (<www.dasneueburo.de/NeuesBuro/Formularcenter/Frankfurter%20Fondsbank/Frankfurter%20Fondsbank%20Depoteroeffnungsantrag.pdf>)

- ING WHOLESALE BANKING (<www.ingwholesalebanking.com/eCache/ENG/5/988.Ym9va21hcms9Mg.html>)
- OPPENHEIM FONDS TRUST GMBH (<www.ideenwerk.ag/fileadmin/user_upload/Mediendatenbank_Ideenwerk/pdf/VL_Antrag_VLplus7_Bonus_komplett_-_ausfuellbar.pdf>)
- SPARKASSEN-FINANZGRUPPE (Statt vieler, vgl. etwa HOHENZOLLERISCHE LANDESBANK/KREISSPARKASSE SIGMARINGEN, <www.ksk-sigmaringen.de/download/mifid.pdf>)
- VP VERMÖGENSVERWALTUNG GMBH (<www.vpb.li/download/htm/1357/en/General_Terms_and_Conditions.pdf>)
- FONDS KOMPAKT TEMPLETON GLOBAL BOND FUND vertrieben durch die DEUTSCHE BANK AG (von BaFin zur Verfügung gestellt; derzeit nicht im Internet abrufbar)

Anhang 2: Österreich

- BANK AUSTRIA CREDITANSTALT FINANZSERVICE GMBH (<www.capitalberatung.com/BACAF/Kundeninformationen%20BACA-F.pdf>)
- BANKHAUS SCHELHAMMER & SCHATTERA AG (<www.schelhammer.at/m045/internet/downloads/bankhaus/mifid_broschuere.pdf>)
- EASYBANK AG (<www.easybank.at/easybankv2/Produkte/wertpapierprodukte/easybroker/PDF/Inducements,property=Data.pdf>)
- HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG (<[www.hypo-alpe-adria.at/015/at/cms/bank/home.nsf/r/mifid/\\$file/Kundenbroschuere_MiFID.pdf](http://www.hypo-alpe-adria.at/015/at/cms/bank/home.nsf/r/mifid/$file/Kundenbroschuere_MiFID.pdf)>)
- SCHOELLERBANK AG (<www.schoellerbank.at/home/notesContent/attachment/G11C552/MiFID_072008.pdf>)
- SPARKASSE KREMSTAL-PYHRN AG (<www.sparkasse.at/sPortal/sparkasseat_de_0218_ACTIVE/Downloads/SIC_MiFiD.pdf>)

Anhang 3: Frankreich

- BANQUE DE GESTION PRIVÉE INDOSUEZ und GESTION PRIVÉE INDOSUEZ (<www.bgpi.com/bgpi/pdf/Directive_MIF_BGPI.pdf>)
- BANQUE DUPUY, DE PARSEVAL (<www.bdp.fr/documentation/MIF/MIF-depliant.pdf>)
- BORDIER GESTION PRIVÉE (<www.bordier.fr/files/Directive_MIF.pdf>)
- CAISSE RÉGIONALE DE CRÉDIT AGRICOLE NORD DE FRANCE (<www.bordier.fr/files/Directive_MIF.pdf>)
- CALYON (<www.calyon.fr/le-groupe/directive-marches-dinstruments-financiers.htm>)
- HSBC France S.A. (<www.hsbc.fr/1/PA_1_3_S5/content/france/pdf/mif-brochure.pdf>)

¹³³ Gemäss schriftlicher Auskunft von Frau NDIDI NJOKU, Wholesale and Prudential Policy, FSA, vom 26.02.2009 (erteilt im Auftrag von Herrn DIEGO ESCANERO, Senior Officer beim CESR) ist ein entsprechender Bericht für das vierte Quartal 2009 geplant.

- ING WHOLESALE BANKING (<www.ingwholesalebanking.com/eCache/ENG/5/988.Ym9va21hcms9Mg.html>)
- SOCIÉTÉ MARSEILLAISE DE CRÉDIT S.A. (<www.smc.fr/infoconso/documents/brochure_mif2007_protege.pdf>)

Anhang 4: Grossbritannien

- ABN AMRO BANK N.V. (LONDON BRANCH) (<http://files.shareholder.com/downloads/ABN/0x0x145215/6439e5fb-546a-4542-86ab-ffb317e848a/TOB_London_Branch.pdf>)
- ABERDEEN ASSET MANAGEMENT (<[www.aberdeenasset.com/pdfupload.nsf/4453CF987931ECC68025735A003980BC/\\$file/mifid-conflicts-of-interest-policy.pdf?OpenElement](http://www.aberdeenasset.com/pdfupload.nsf/4453CF987931ECC68025735A003980BC/$file/mifid-conflicts-of-interest-policy.pdf?OpenElement)>)
- ALTIUM CAPITAL LIMITED (<www.altiumcapital.com/regulatory/detail.asp?id=18>)
- ARJENT LIMITED (<www.arjent.co.uk/conflicts_of_interest>)
- BANK LEUMI (UK) PLC (<www.bankleumi.co.uk/static-files/Media%20Server/MiFID%20Documentation.pdf>)
- BARCLAYS WEALTH (<www.barclayswealth.com/files/BWI_TC_BW00033.pdf>)
- FALCON SECURITIES (UK) LIMITED (<www.falconsec.co.uk/Store/Falcon%20Conflicts%20of%20Interest%20Policy%2020311007%20Final.pdf>)
- GFI (<www.gfigroup.com/uploadedFiles/Header/About_GFI/Financial_Regulation/GFI_conflicts_management_policy.pdf>)
- HSBC TRUST COMPANY (UK) LIMITED (<www1.banking.firstdirect.com/1/PA_1_1_S5/content/firstdirect/pws/assets/pdf/investments_sif_fund_inserts_0409.pdf?jsessionid=0000cvswkqmkPTIGvpaVaREbr9O:11jk437mr>)
- ING WHOLESALE BANKING (<www.ingwholesalebanking.com/eCache/ENG/5/988.Ym9va21hcms9Mg.html>)
- FORMATION/MiFID%20information%20080819%20v2.pdf>)
- LARSSON & NORDQVIST ASSET MANAGEMENT AB (<www.larssonnordqvist.se/39-mifid.htm>)
- NORDEA BANK AB (PUBL) (<www.nordea.lt/files/downloads/mifid.general_business_terms_of_investment_products_and_services.pdf>)
- REMIUM AB (<www.remium.com/websites/webb_filer/filbank/Allm%C3%A4nt%20om%20MiFID.pdf>)
- SKANDIABANKEN AB (PUBL) (<https://secure.skandiabanken.se/DPDF/getPDF.aspx?resource=Produktinfo_Aktiedepa.pdf>)
- SVENSKA HANDELBANKEN AB (PUBL) (<[www.handelsbanken.se/shb/inet/icentv.nsf/vlookuppics/aspara_och_placera_f103__avtal_villkor__oppnasidor/\\$file/f103_villkor_avtal.pdf](http://www.handelsbanken.se/shb/inet/icentv.nsf/vlookuppics/aspara_och_placera_f103__avtal_villkor__oppnasidor/$file/f103_villkor_avtal.pdf)>)
- SWEDBANK AB (PUBL) (<www.swedbank.se/sst/www/inf/out/fil/0,,475728,00.pdf>)

Anhang 6: Finland

Anhang 5: Schweden

- AKTIEINVEST FK AB (<www.aktieinvest.com/Admin/Public/Download.aspx?file=/Files/Filer/Blanketter/Instruktioner_Order_Intressekonflikter.pdf>)
- ÅLANDSBANKEN SVERIGE AB (PUBL) (<www.alandsbanken.se/info/content/sv/service/bli-kund/mifid/>)
- COMPARE KAPITALFÖRVALTNING AB (<www.compare.se/newsfiles/ws_105.doc>)
- GÜNTHER & WIKBERG KAPITALFÖRVALTNING AB (<[www.kapitalforvaltning.se/dokument/Kundin-](http://www.kapitalforvaltning.se/dokument/Kundin-formation/MiFID%20information%20080819%20v2.pdf)
- AKTIA BANK ABP (<www.aktia.fi/content/fi/etusivu/kannustimienkaytto_fi.pdf>)
- ALFRED BERG OMAISUUDENHOITO SUOMI OY (<http://www.alfredberg.fi/publications/FI/asiakasdokumentit_retail_fi.pdf>)
- ÅLANDSBANKEN ABP (<www.alandsbanken.fi/info/export/sites/alandsbanken/pdf/MiFID_info_aab_fi.pdf>)
- CARNEGIE (<www.carnegie.fi/images/Documents/Finland/Funds/Esite/MiFID_nettiversio.pdf>)
- EVLI BANK ABP (<www.evli.com/pub/dms/mifid/Kannustimet-Evlissenglanti/Kannustimet%20Evlissa%20englanti2.pdf>)
- FRONT CAPITAL OY (<http://front.fi/images/uploads/pdf/sijoittajan_tietopaketti_palveluntarjoajasta.pdf>)
- NORDEA BANK FINLAND PLC (<www.nordea.lt/files/downloads/mifid.general_business_terms_of_investment_products_and_services.pdf>)
- PAIKALLISOSUUSPANKIT (<www.suupohjanosuuspankki.fi/uploads/fyubd4di.pdf>)
- SVENSKA HANDELBANKEN AB (PUBL) (<[http://www.handelsbanken.fi/shb/inet/icentfi.nsf/vlookuppics/10_sijoittaminen_mifid__tietoa_rahoytusvalineista/\\$file/mifid_riskiliite.pdf](http://www.handelsbanken.fi/shb/inet/icentfi.nsf/vlookuppics/10_sijoittaminen_mifid__tietoa_rahoytusvalineista/$file/mifid_riskiliite.pdf)>)