

Institut für Bankrecht, Universität Bern
SBT 2007 – Schweizerische Bankrechtstagung 2007

Anlagerecht

herausgegeben von Susan Emmenegger

mit Beiträgen von
Dr. oec. Eugen Haltiner
Dr. iur. Matthäus Den Otter
Prof. Dr. iur. Peter V. Kunz
Prof. Dr. iur. Susan Emmenegger
Prof. Dr. iur. Rolf H. Weber
Dr. Toufic Kanafani

Helbing Lichtenhahn Verlag

Vorwort

Im Bereich des Anlagerechts ist alles in Bewegung: So markiert das neue KAG einen weiteren Schritt in der Entwicklung eines eigentlichen Kollektiv-anlagerechts, wie der Beitrag von MATTHÄUS DEN OTTER zeigt. Das KAG ist auch Ausgangspunkt für EUGEN HALTINER; er geht der Frage nach, ob dieses die Wettbewerbsposition des Finanzplatzes Schweiz stärkt, welches Mass an Anlegerschutz notwendig ist und welchen Beitrag die Aufsichtsbehörde zur Attraktivität des schweizerischen Fondsmarktes leisten kann. Neue Entwicklungen sind auch im Börsenanlagerecht zu verzeichnen; hier soll der Entwurf für ein Bucheffektengesetz die Diskrepanz zwischen dem kodifizierten Zivilrecht und der Rechtswirklichkeit bei der Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren beseitigen. Eine erste Einschätzung dazu liefert PETER V. KUNZ. Im Bereich der Anlagekosten steht das Retrozessionsurteil des Bundesgerichts im Vordergrund. Zentrale Fragen wurden entschieden, andere bleiben offen. Dem Urteil und seinen Folgen ist der Beitrag von SUSAN EMMENEGGER gewidmet. Fragen praktischer Art wirft auch das Thema der Anlageschäden auf. Anlass zu Diskussionen gibt hier vor allem der Nachweis des Schadens und des adäquaten Kausalzusammenhangs. Zudem sind regelmässig schwierige Beweisfragen zu beurteilen, wie der Beitrag von ROLF H. WEBER zeigt. TOUFIC KANAFANI verdanken wir schliesslich eine Einführung in die neue Anlageform des Islamic Banking.

Mit der Schweizerischen Bankrechtstagung verfolgt das Institut für Bankrecht der Universität Bern das Ziel, den Dialog zwischen Anwaltschaft, Bankpraxis, Finanzmarktaufsicht und Wissenschaft zu fördern. Dass dies gelang, ist den Referierenden zu verdanken. Dank gebührt auch den Mitarbeitenden des Instituts, insbesondere Herrn lic. iur. DANIEL VOGEL, der für die Organisation der Tagung verantwortlich war, sowie Herrn lic. iur. CHRISTOPHE ROSAT, Fürsprecher, der für den Tagungsband verantwortlich zeichnet.

Bern, im Juni 2007

Susan Emmenegger

Inhaltsübersicht

Anlagegeschäfte: Aktuelle Regulierungsfragen.....	1
Dr. oec. EUGEN HALTINER Präsident, Eidgenössische Bankenkommission	
Kollektivanlagerecht.....	15
Dr. iur. MATTHÄUS DEN OTTER Geschäftsführer, Swiss Funds Association	
Legislative Aktivitäten im Finanzmarktrecht – zum Entwurf für ein neues Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG).....	25
Prof. Dr. iur. PETER V. KUNZ, LL.M., Fürsprecher Professor an der Universität Bern Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht	
Anlagekosten: Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung	59
Prof. Dr. iur. SUSAN EMMENEGGER, LL.M., Rechtsanwältin Professorin an der Universität Bern Direktorin des Instituts für Bankrecht	
Anlageschäden.....	129
Prof. Dr. iur. ROLF H. WEBER, Rechtsanwalt Professor an der Universität Zürich Direktor am Europa Institut Zürich	
Neue Anlageformen: Islamic Banking	159
Dr. TOUFIC KANAFANI CEO, ICS Asset Management, Bahrain	
Anhang: Retrozession und Ungetreue Geschäftsbesorgung	169
Prof. Dr. iur. MARTIN SCHUBARTH Altbundesrichter, Avocat-Conseil (Rusconi & Associés), Lausanne	

Anlagegeschäfte: Aktuelle Regulierungsfragen

Eugen Haltiner, Bern *

Inhaltsverzeichnis

Einleitung.....	2
I. Unterstützt das KAG die schweizerische Wettbewerbsposition?	2
1. Fondsplatz Schweiz im internationalen Vergleich.....	3
2. Stärkung des Fondsstandortes Schweiz mit dem KAG.....	4
a) Wesentliche Neuerungen im KAG.....	4
aa) Neue Gesellschaftsformen	4
bb) Erweiterte Unterstellung und Beaufsichtigung von Instituten.....	5
cc) Prime Brokerage.....	5
dd) Vereinfachtes (beschleunigtes) Genehmigungsverfahren für Standardprodukte	6
ee) Vereinfachte Publikationsvorschriften.....	6
ff) Liberale Derivatvorschriften.....	6
gg) Begriff des qualifizierten Anlegers und erweiterter Anlegerkreis.....	6
b) Rahmenbedingungen und Produkte im internationalen Vergleich.....	7
aa) Vergleich mit ausländischen Rahmenbedingungen.....	7
bb) Vergleich von Effektenfonds mit UCITS.....	8
cc) Vergleich von besonderen Produkten mit Non-UCITS.....	8
II. Anlegerschutz im KAG	9
1. Prinzipien des Anlegerschutzes	9
2. Anlegerschutz bei strukturierten Produkten.....	10
3. Risikoauflärung und Kostentransparenz.....	10

* Beim vorliegenden Text handelt es sich um die Aufzeichnung des mündlichen Vortrags.

III. Erwartungen an die Aufsichtsbehörde.....	12
IV. Erste Erfahrungen mit dem KAG.....	13
V. Schlussbemerkungen.....	14

Einleitung

In meinem Beitrag möchte ich drei Fragen nachgehen. Erstens: Inwiefern unterstützt das neue Kollektivanlagengesetz¹ die schweizerische Wettbewerbsposition? Zweitens: Welchen Schutz brauchen unsere Anlegerinnen und Anleger? Und schliesslich: Welchen Beitrag hat die Aufsichtsbehörde zu leisten?

Bei genauer Betrachtung ist nur die zweite Frage eine typisch aufsichtsrechtliche Thematik, denn das Sichern eines angemessenen Anlegerschutzes gehört fraglos zu den Kernaufgaben einer Aufsichtsbehörde. Die Fragen zur Wettbewerbspositionierung und zum Beitrag der Aufsichtsbehörde werden weniger häufig gestellt, doch interessieren sie mich sehr, denn ich verstehe die Aufsichtsbehörde auch als ein Organ, das günstige Rahmenbedingungen zu schaffen hat und dafür eine Mitverantwortung trägt. Diese Verantwortung wird im neuen Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) sogar ausdrücklich verankert sein.

I. Unterstützt das KAG die schweizerische Wettbewerbsposition?

Bei der Frage nach der Wettbewerbsposition geht es mir in erster Linie um die Inhalte und weniger um den Regulierungsprozess. Dass wir bei den Verfahren keine Spitzenposition einnehmen, ist bekannt und hat seine Gründe: Die schweizerische Gesetzgebung ist nun einmal komplex, nicht zuletzt als Folge unseres Mehrkammersystems und der verschiedenen Regulierungsebenen. Letztere umfassen die formellen Bundesgesetze, die Verordnungen des Bundesrates und der Aufsichtsbehörde sowie die ergänzenden Rundschreiben. Auch die Selbstregulierung spielt gerade im Bereich der Kollektivanlagen eine tragende Rolle. Ein solcher Regulierungsprozess bewirkt eine komplizierte Architektur, die viele Abstimmungen verlangt und entsprechend Zeit beansprucht.

¹ Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG), SR 951.31.

Im Mittelpunkt meiner Überlegungen steht die Frage, inwiefern die Schweiz auch ein Produktionsland für die Fondsindustrie sein kann. Bekannt ist, dass wir ein Vertriebsland sind und hohe Vertriebsleistungen erbringen. Hat die Schweiz eine Chance, aber auch die Ambition noch verstärkt ein Produktionsland zu werden? Welches wären die Voraussetzungen, die dies ermöglichen würden? Ich will den Blick zuerst auf wenige ausgewählte Statistiken richten (1.), bevor ich auf die erwähnten Inhalte eintrete (2.).

1. Fondsplatz Schweiz im internationalen Vergleich

Die in der untenstehenden Abbildung ersichtlichen Zahlen zeigen, dass die in der Schweiz zugelassenen inländischen Fonds sich innerhalb von zehn Jahren mehr als verdreifacht haben. Eine Verdreifachung gab es auch bei den genehmigten ausländischen Fonds, was darauf hinweist, dass wir ein grosser Importeur von solchen Fonds sind. Im Zahlenvergleich zu Luxemburg und Irland stellen wir fest, dass diese die ausländischen Fonds nicht einmal ausweisen, weil deren Anzahl zu gering ist. Diese Länder sind Exporteure von Fonds – und wir deren Importeure. Es wäre schön, wenn man die Rollen etwas anders verteilen könnte. Was Liechtenstein angeht, so ist dieser Fondsplatz zwar klein und fein; schaue ich die Entwicklungen der letzten Jahre an, dann ist aber festzustellen, dass Liechtenstein nicht nur im in-, sondern auch im ausländischen Fondsbereich sehr aktiv war.

Anzahl genehmigte Fonds in:	Volumen der inländischen Fonds:
Schweiz 1997: 328 inländische, 1303 ausländische 2006: 1115 inländische, 4073 ausländische	269 Mia CHF 607.3 Mia CHF
Luxemburg 2001: 7519 inländische, ausländische n.a. 2005: 8497 inländische, ausländische n.a.	1376.1 Mia CHF 2377 Mia CHF
Irland 1997: 1221 inländische, ausländische n.a. 2006: 4087 inländische, ausländische n.a.	422.1 Mia CHF 915.3 Mia CHF
Liechtenstein 1997: 7 inländische, 0 ausländische 2006: 339 inländische, 928 ausländische	0.7 Mia CHF 26.7 Mia CHF

Interessant ist auch ein Blick auf die effektiven Volumina. Dividieren wir die Volumina von 2006 durch die Anzahl der Fonds, ergibt sich eine durchschnittliche Fondsgrösse. Hier ist die Schweiz mit über einer halben Milliarde Franken Fondsvolumen pro Fondsvehikel ein grosser Player. In Luxemburg sind es etwa 280 Mio., in Irland 225 Mio. und in Liechtenstein lediglich 78 Mio. Franken. Unsere durchschnittlichen Fondsvolumina sind also sehr hoch. Das kommt nicht zuletzt daher, dass in der Schweiz vor allem institutionelle Kunden grosse Positionen halten.

2. Stärkung des Fondsstandortes Schweiz mit dem KAG

Wie eingangs erwähnt, geht es mir primär darum, die Schweiz in ihrer Rolle als Produktionsland aufzuzeigen. Ich bin der Meinung, dass unser neues Kollektivanlagengesetz einige Ingredienzen enthält, welche die Produktion inländischer Fonds weiter stärken könnten. Zunächst gebe ich einen Überblick über die wesentlichen Neuerungen des KAG gegenüber dem vormaligen Anlagefondsgesetz (a). Weiter möchte ich den Vergleich zum internationalen Umfeld ziehen (b).

a) Wesentliche Neuerungen im KAG

aa) Neue Gesellschaftsformen

Mit dem KAG wurden neue Gesellschaftsformen geschaffen: So gibt es die SICAV für die offenen Fonds und die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen, die neue interessante Produkte ermöglichen. Mit der SICAV besteht die Möglichkeit eines erweiterten Private Labelings, wo nicht zuletzt die Promotoren Einsitz in den Verwaltungsrat dieser Vehikel nehmen können und damit eine stärkere Stellung innehaben als beim vertraglichen Anlagefonds. Daneben ist insbesondere auch die Schaffung neuer Möglichkeiten im Bereich der geschlossenen Kollektivanlageformen erfreulich. Mit der Gesellschaftsform der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen schaffen wir eine mit der Limited Partnership vergleichbare Rechtsform.

Hier würde ich im Vergleich zur Welt des AFG ein klares Plus setzen, denn wir haben an Vielseitigkeit gewonnen.

bb) Erweiterte Unterstellung und Beaufsichtigung von Instituten

Auch die erweiterte Unterstellung und Beaufsichtigung von Instituten ist ein neues Element im Kollektivanlagerecht, und auch hier würde ich ein Plus setzen. So gibt es neuerdings eine erweiterte Unterstellung für Vermögensverwalter von Kollektivanlagen und eine Beaufsichtigung der Vertreter ausländischer Kollektivanlagen. Unter dem alten Recht haben wir Hilfskonstruktionen ermöglicht, indem wir Vermögensverwaltern ausländischer Fonds, die eine Unterstellung benötigten, das Rechtskleid eines Effekthändlers übergestülpt haben. Heute bedürfen die Vermögensverwalter von schweizerischen Kollektivanlagen einer Bewilligung nach KAG und sind als eigenes Segment in der Überwachung definiert und entsprechend beaufsichtigt.

Die Vertreter ausländischer Kollektivanlagen sind heute insofern erweitert überwacht, als neu eine prudentielle Beaufsichtigung erfolgt. Auch prüfen wir als Aufsichtsbehörde die Revisionsberichte etc., was eine zusätzliche Solidität gewährleistet.

Auf die Unterstellung von Vertriebsträgern wollte die EBK eigentlich verzichten, die Politik hat jedoch ausdrücklich gewünscht, dass sie im Gesetz verbleibt. Bei den unterstellten Einheiten handelt es sich vornehmlich um Vertriebsträger im Versicherungsbereich, also Versicherungsagenten. Es gibt aber auch unabhängige Vermögensverwalter, die Beratungskunden haben und als Vertriebsträger zu qualifizieren sind. Sie bräuchten eigentlich eine Vertriebsträgerbewilligung. Es gibt ungefähr 6000 unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz bei rund 500 erteilten Bewilligungen. Zu vermuten ist, dass diese Zahl höher sein sollte. Werden Fonds an betreute Kunden vermittelt, ist eine Bewilligung einzuholen. Die Vertriebsträger unterstehen neu den allgemein formulierten Verhaltensregeln, weshalb man auch hier von einer erweiterten Unterstellung sprechen kann.

cc) Prime Brokerage

Mit der Möglichkeit des Prime Brokerage wird eine Entwicklung aufgenommen, welche ein weiteres Wachstum erwarten lässt. Ein Prime Broker kann insbesondere komplexeren Fonds (Hedge Funds etc.) eine umfassende Dienstleistung offerieren und unterstützt damit auch neue Geschäftsmodelle. Im Gesetz ist dieser Begriff erstmals explizit erwähnt².

² Art. 71 Abs. 5 KAG.

dd) Vereinfachtes (beschleunigtes) Genehmigungsverfahren für Standardprodukte

Eine grosse Verbesserung bringt das beschleunigte Genehmigungsverfahren für Standardprodukte³; je nach Produkt gilt es bereits bei Einreichung des Gesuches bis spätestens acht Wochen danach als genehmigt. Dieser risiko-basierte Ansatz schafft Effizienzgewinne und entspricht dem Bedürfnis einer verkürzten Time to Market.

ee) Vereinfachte Publikationsvorschriften

Weitere wesentliche Neuerungen betreffen die vereinfachten Publikationsvorschriften⁴ und die Zulassungen anerkannter, öffentlich zugänglicher elektronischer Plattformen als Publikationsorgane (wohl zum Leidwesen insbesondere der Printmedien). Im Interesse von Anlegerinnen und Anlegern wird ohne Zweifel ein deutlich grösseres Datenvolumen über elektronische Medien zur Verfügung gestellt werden können.

ff) Liberale Derivatvorschriften

Insgesamt gibt es liberalere Derivatvorschriften mit gewissen Präzisierungen, etwa bezüglich der Höhe der Exposure, die bei Effektenfonds mit 210% des Nettofondsvermögens neu festgelegt ist⁵. Trotz solcher Präzisierungen bin ich der Auffassung, dass unser Gesetz und die zugehörigen Verordnungen einer grundsätzlich liberalen Haltung entsprechen.

gg) Begriff des qualifizierten Anlegers und erweiterter Anlegerkreis

Schliesslich findet sich neu der Begriff der qualifizierten Anlegerinnen und Anleger⁶. Auch dies ist ein Gewinn; war zuvor dieses Konzept lediglich auf institutionelle Kunden beschränkt, so findet hier eine Ausweitung statt, und zwar namentlich über die Kategorie der vermögenden Privatpersonen.

Dieser erweiterte Anlegerkreis verbunden mit dem genehmigungsfreien Vertrieb ausländischer Produkte an qualifizierte Anlegerinnen und Anleger ist eine weitere Stärke des neuen Gesetzes.

³ Fristen gemäss Art. 17 KKV.

⁴ Art. 39, 41 KKV.

⁵ Art. 72 Abs. 3 KKV, Art. 26 Abs. 3 KKV-EBK.

⁶ Art. 10 Abs. 3 KAG, Art. 6 KKV.

Insgesamt, so darf die Schlussfolgerung gezogen werden, ist das KAG im Vergleich zur alten Welt des AFG in zahlreichen Punkten deutlich liberaler ausgestaltet.

b) Rahmenbedingungen und Produkte im internationalen Vergleich

aa) Vergleich mit ausländischen Rahmenbedingungen

Sprechen wir von liberaleren Rahmenbedingungen des KAG im Vergleich zum AFG, so stellt sich sogleich die Frage, wie das neue Gesetz im Vergleich zu den ausländischen Regelwerken einzustufen ist. Hierzu einige Hinweise:

Im Bereich der Einanlegerfonds sind die ausländischen Verhältnisse im Einzelfall grosszügiger. So kann zum Beispiel in Liechtenstein eine einzelne (natürliche) Person einen Einanlegerfonds auflegen. In der Schweiz sind Einanlegerfonds nur für die berufliche Vorsorge, Lebensversicherungen und steuerbefreite inländische Sozialversicherungs- und Ausgleichskassen zugelassen.

Im Bereich der SICAV würde ich im internationalen Vergleich insoweit ein Plus setzen, als die SICAV die Unternehmer- und Anlegeraktionäre verstärkt einbindet. Anlegeraktionäre haben hier u.a. aufgrund des Stimmrechts («Jede Aktie entspricht einer Stimme.»⁷) eine aktive Rolle, was im Vergleich zu den Gefässen im internationalen Kontext eine etwas stärkere Position ermöglicht.

Was den Bereich der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen für Risikokapital betrifft, zögere ich mit einer (zu) positiven Bewertung. Die neue Regelung ist im Vergleich zur alten Situation sicherlich attraktiv. Im Vergleich zu den internationalen Regelungen ist sie aber nicht besonders grosszügig. Mit den gesellschaftsformunabhängigen Vehikeln für Risikokapital gibt es im internationalen Bereich sehr attraktive Lösungen, wie etwa die SICAR in Luxemburg, die sehr viele freie Bestimmungen kennt. Besteht die Wahl zwischen der luxemburgischen SICAR und der schweizerischen Kommanditgesellschaft, so bin ich mir nicht sicher, zu wessen Gunsten der Entscheid ausfällt. Persönlich glaube ich, dass in diesem Bereich das europäische Umfeld deutlich attraktiver ist als die Schweiz.

Schliesslich enthält das KAG den Begriff des qualifizierten Anlegers, was für die Schweiz sicherlich ein Gewinn ist. Vergleichen wir diesen aber mit den internationalen Regeln, dann stellen wir fest, dass beispielsweise in

⁷ Art. 47 KAG.

Liechtenstein die Schwelle nicht bei zwei Millionen Franken liegt, sondern bei 250'000 Franken. Das Niveau für die Qualifikation als «qualifizierter Anleger» ist somit deutlich tiefer. Ein höherer Schwellenwert darf aus Sicht der Aufsichtsbehörde aber auch als ein Gütesiegel verstanden werden.

bb) Vergleich von Effektenfonds mit UCITS

Was den Vergleich Effektenfonds mit den UCITS betrifft, so haben wir die entsprechenden Bestimmungen der Europäischen Union weitestgehend übernommen. Im Interesse eines höheren Anlegerschutzes finden sich in der Schweiz aber einige wenige zusätzliche Bestimmungen. Aus Sicht der Aufsichtsbehörde sollte dies in einem internationalen Vergleich nicht mit einem Minus bewertet werden.

Wir haben keinen EU Passport – und diesen zu erlangen ist ein schwieriges Unterfangen. Zwar besteht mit Frankreich ein Memorandum of Understanding, und wir sind in Diskussion mit Deutschland. Es ist aber ausserordentlich schwierig, hier zu einem Abschluss zu gelangen. Dies behindert die grenzüberschreitende Anerkennung und den Vertrieb. So bleibt der Wunsch nach einer blossen Registrierung statt eines Genehmigungsverfahrens auf der Traktandenliste bestehen. Der Weg dazu ist aber voller Hindernisse. Mit den bereits getroffenen Massnahmen und Vereinfachungen aber sollten wir uns behaupten können.

Insgesamt ist nicht zu erwarten, dass trotz vieler Neuerungen die Effektenfonds in die Schweiz zurückfluten werden; diese werden vielmehr dort verbleiben, wo sie aufgezogen wurden. Gleichzeitig ist zu vermuten, dass die Effektenfonds zahlenmässig eher stagnieren werden. Dies schliesst ein weiteres volumenmässiges Wachstum nicht aus, doch scheint der Zenit dieses Produktes erreicht zu sein, im Gegensatz zu den übrigen Fonds und den Immobilienfonds, die eine weitere – auch von der Produktvielfalt her gesehen – Expansion erwarten lassen.

cc) Vergleich von besonderen Produkten mit Non-UCITS

Im Bereich der besonderen Produkte existiert meines Erachtens für die Schweiz eine Nische, um noch ausgeprägter als bisher zum Produktionsland zu werden. Wir haben liberale Gesetzesbestimmungen, zum Beispiel das vereinfachte Genehmigungsverfahren, und wir haben – aus der Optik der Aufsichtsbehörde – eine liberale Genehmigungspraxis. Ich habe erwähnt, dass für gewisse Produkte sogar die blossе Einreichung bereits zur Genehmigung führt (ausschliesslich qualifizierten Anlegern offen stehende Effek-

tenfonds, Immobilienfonds und übrige Fonds für traditionelle Anlagen⁸). Dies sind meines Erachtens sehr günstige Rahmenbedingungen. Auch glaube ich, dass wir von der steuerlichen Seite her, abgesehen von einigen wenigen «hiccups», gut positioniert sind, da diese Vehikel steuerbefreit sind. Wenn es gelingen würde, den Komplementär bei Kommanditgesellschaften noch in ein attraktives Steuerkleid einzubetten, dann könnte sich der Erfolg einstellen. Es braucht aber auch hier zusätzliche Anstrengungen, weil das internationale Umfeld ausserordentlich kompetitiv ist.

Insgesamt bin ich im Bereich dieser Anlagen, die im Unterschied zu den Effektenfonds letztlich allesamt besondere Produkte sind, der Auffassung, dass unsere Rahmenbedingungen – also unsere Aufsichtsstruktur, unsere Verfahren im Bewilligungs- und Genehmigungsbereich, die gesetzlichen Grundlagen mit den Möglichkeiten für Ausnahmebestimmungen – ein Gütesiegel für die Schweiz sein können. Dies zumindest unter der Voraussetzung, dass der Investor diesen Schutz auch sucht. Im institutionellen Bereich zeichnet sich diese Tendenz ab. Ich glaube, dass institutionelle Kunden, vornehmlich Pensionskassen, künftig vermehrt nur noch in Produkte, die beaufsichtigt bzw. genehmigt sind, investieren werden bzw. investieren dürfen. Die Schweiz hat hier ein solides Regelwerk und eine intelligente Konzeption für institutionelle Kunden geschaffen.

II. Anlegerschutz im KAG

1. Prinzipien des Anlegerschutzes

Aus der Optik der Aufsichtsbehörde stehen beim Anlegerschutz drei Prinzipien im Vordergrund: Die Transparenz, die Gleichbehandlung und die Vermeidung von Interessenkonflikten. Die Industrie hat zu den einzelnen Prinzipien naturgemäss ein gewisses Spannungsverhältnis. Aus der Optik der Aufsicht ist aber zu sagen, dass Transparenz allein wohl nicht genügt. Versuche ich zu definieren, wie viel Schutz die Anlegerin oder der Anleger braucht, dann ist Transparenz zwar ein wesentliches Instrument. Es braucht aber noch zusätzliche Elemente, die über blossе Bestimmungen zur Transparenz hinausgehen, zu erwähnen wären gewisse Regeln im Bereich der Kommissions- und Kostenstrukturen mit dem «Double-Dip» Verbot, den High-Watermark Bestimmungen bei den performance-orientierten Entschä-

⁸ Art. 17 Abs. 1 lit. a KKV. Siehe hierzu auch vorne I/2/a/dd, S. 6.

digungsmodellen etc. Diese Bestimmungen lassen sich dem Schutzprinzip zur Vermeidung von Interessenkonflikten zuordnen.

2. Anlegerschutz bei strukturierten Produkten

Wir haben mit dem Kollektivanlagegesetz versucht, die Schnittstelle zu den strukturierten Produkten aufzunehmen – ohne letztere verbindlich zu regeln. Die gefundene Lösung sollte sowohl der Aufsicht genügen als auch die Anbieter zufrieden stellen.

Es müssen ohne Zweifel in den kommenden Jahren noch Erfahrungen gesammelt werden; die Abgrenzung von den Fonds als regulierte Produkte zu den strukturierten Produkten als nicht regulierte Produkte erscheint mir jedenfalls vernünftig zu sein. Der verlangte vereinfachte Prospekt ist geeignet, eine genügende Transparenz für den Investor zu bieten. Das ist wichtig, denn die Aufsicht legt Wert darauf, dass das unterschiedliche Risikoprofil klar erkennbar ist. So ist ausdrücklich auf das Emittentenrisiko hinzuweisen. Die Bankiervereinigung hat zusammen mit der Aufsichtsbehörde eine Richtlinie in Bearbeitung, die demnächst auch veröffentlicht wird. Diese Richtlinie stellt nicht nur den Inhalt des vereinfachten Prospektes dar, sondern sie versucht auch, die Schnittstelle zu den Fonds soweit zu klären, dass damit eine gewisse Rechtssicherheit entsteht.

3. Risikoaufklärung und Kostentransparenz

Aus der Optik der Aufsichtsbehörde sind zudem auch Fortschritte im Bereich der Risikoaufklärung und der Kostentransparenz notwendig. Mit dem gegenwärtigen Stand sind wir noch nicht zufrieden. Zwar haben wir mit der Prospektpflicht bereits heute einen Weg beschritten, der weiterhilft. Die Prospekte müssen allerdings auch für den Nicht-Finanzfachmann oder den Nicht-Juristen lesbar und verständlich sein.

Die Kostentransparenz am Point of Sale ist ohne Zweifel ein Thema, welches nicht zuletzt auch in der ganzen internationalen Regulierung intensiv bearbeitet wird. Wir müssen uns die Frage stellen, wie weit wir diesbezüglich gehen wollen. An diesem Punkt hat die Aufsichtsbehörde sicher etwas anders gelagerte Interessen als die Industrie, weil die Einführung der Kostentransparenz auch einen verschärften Wettbewerb nach sich zieht. Diese Themen sind heikel, ich darf aber feststellen, dass die Zusammenarbeit mit

den Betroffenen funktioniert und wir auf gutem Wege sind, Klarheit zu schaffen.

Aus Sicht des Anlegerschutzes wäre es natürlich wünschenswert, wenn die angemessene Aufklärung am Point of Sale flächendeckend erfolgen würde. Heute könnte diese Pflicht jedoch kaum durchgesetzt werden. So ist fraglich, wie Finanzintermediäre, die nicht beaufsichtigt sind, namentlich die unabhängigen Vermögensverwalter, sich einbeziehen lassen. Die europäische Gesetzes- und Verordnungsarchitektur ist deutlich konsequenter, indem erstens die unabhängigen Vermögensverwalter reguliert sind und zweitens die MiFID alle Finanzintermediäre erfasst. Diese Situation im regulatorischen Bereich kennen wir in der Schweiz nicht. Es besteht aber der Wunsch, dass hier ein Level Playing Field geschaffen wird, welches erlaubt, alle Finanzintermediäre in der Vermittlung der notwendigen Informationen und Risikoauflärung gleichzustellen.

Ich habe bereits erwähnt, dass sich aus der Optik der Aufsichtsbehörde der Anlegerschutz nicht in der Transparenz erschöpft. Ziehe ich Bilanz, muss ich aber feststellen, dass der Fondsbereich schon ausserordentlich dicht reguliert ist. Dabei stellt sich die Frage der weiteren Entwicklung, wenn daneben Gebilde entstehen, die nicht bzw. kaum reguliert sind, hinsichtlich ihrer Komplexität und Wirkungsweise aber mit den Fonds vergleichbar sind. Dieses offensichtliche Ungleichgewicht sollte meines Erachtens nicht in dem Sinne korrigiert werden, dass die «leichtfüssigen» Gebilde in der Regulierung angehoben werden, bis sie den Fondslevel erreicht haben. Ein angemessener Auf- und Ausbau in diesem Bereich, verbunden mit einer Konzentration auf das zwingend Notwenige im Fondsbereich würde erlauben, sich nahe der Mitte zu treffen.

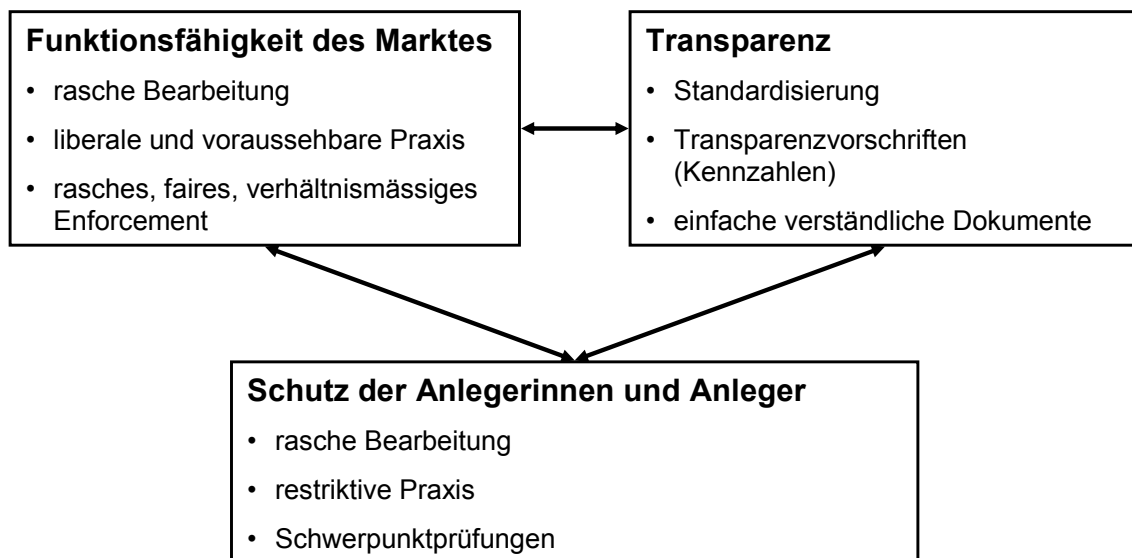
Die Doppelaufsicht bzw. die Doppelstruktur der Aufsicht über das Produkt und letztlich über den Bewilligungsträger in der ganzen Kette von Asset Managern über Fondsleitungen, Depotbanken, Vertreter und Intermediäre aller Art müsste meines Erachtens stärker in eine prudentielle Aufsicht der Institute überführt werden. Hier könnte ein Gütesiegel geschaffen werden. Eine Aufsicht über die Produktions- und Vertriebsstrukturen würde genügen; eine zusätzliche dicht entwickelte Regulierung im Bereich der Produkte bräuchte es nicht (mehr).

III. Erwartungen an die Aufsichtsbehörde

Welches sind die Erwartungen an die Aufsichtsbehörde? Sie muss kompetent, anerkannt, rasch und liberal sowie international respektiert sein. Zudem muss sie der extremen Dynamik der Finanzindustrie gewachsen sein. Wir sind stark gefordert, diese Dynamik und Innovationskraft der Finanzindustrie so aufzunehmen, dass wir die Vorgänge ordnen und bereits auch die nächsten Entwicklungsschritte voraussehen können, um als Aufsichtsbehörde das Notwendige rechtzeitig zu unternehmen.

Natürlich gibt es auch Kritik. Nicht nur von aussen, wir sind durchaus auch selbstkritisch. Es ist klar, dass uns die lange Bearbeitungsdauer auch als Behörde beschäftigt. Das letzte Jahr war ohne Zweifel kein Höhepunkt bezüglich Effizienz und rascher Bewilligungspraxis. Allerdings hat sich im Jahr 2006 vieles kumulierte. Ich habe den gesetzgeberischen Prozess erwähnt, mit den mehrschichtigen, sehr komplexen Regulierungen, die von der Aufsichtsbehörde entwickelt werden mussten. Das Finanzdepartement hat die Arbeit an die EBK, die wiederum mit der Fondsindustrie eng zusammenarbeitete, delegiert. Zusätzlich gab es eine Fülle von Verfahren, Änderungen und Anpassungen, die bewilligt bzw. genehmigt werden mussten. Auch ist der Arbeitsmarkt gegenwärtig nicht so freundlich gegenüber staatlichen Aufsichtsorganen. Know-how und Kompetenzträger werden aktiv abgeworben. Wir haben im Vergleich zur Privatwirtschaft etwas kürzere, gar zu kurze Spiesse. Diese Kumulation – dynamische Märkte, eine Finanzindustrie mit hohem Rekrutierungsbedarf, gleichzeitig eine Gesetzesrevision mit viel Neuland und schliesslich das laufende Geschäft mit zahlreichen Anpassungen und Bewilligungsprozeduren – hat dazu geführt, dass man leider nicht mehr tagfertig war. Seither hat sich die Lage wieder entspannt und die Pendenzen sind im Griff.

Die Abbildung unten zeigt das Spannungsfeld zwischen Aufsicht und Industrie. Im Bereich des Schutzes der Anlegerinnen und Anleger ist wohl eine restriktive Praxis der Aufsichtsbehörde vorteilhaft. Andererseits wird in Bezug auf die Funktionsfähigkeit des Marktes eine liberale und voraussehbare Praxis gefordert.



An dieser Stelle möchte ich nur das Spannungsfeld zwischen Behörde und Industrie ansprechen. Dieses ist nicht nur scheinbar, sondern eine Realität, mit der umzugehen ist. Konfliktsituationen können aber in ordentlichen Prozessen bearbeitet und in der Regel auch gelöst werden. So unterhalten und pflegen wir mit den Verantwortlichen der Selbstregulierung ein gutes und konstruktives Verhältnis.

IV. Erste Erfahrungen mit dem KAG

Für einen Bericht über erste Erfahrungen mit dem KAG ist der Zeitpunkt noch sehr früh. Dies nicht zuletzt deshalb, weil verschiedene Elemente in der ganzen Regulierungsthematik noch nicht abschliessend behandelt wurden. Es gibt verschiedene Bereiche im Rahmen der Selbstregulierung, wo noch Arbeit ansteht und Musterdokumente erarbeitet werden müssen. Die Bewilligungs- und Genehmigungsverfahren nach KAG laufen folglich noch nicht so, wie sie nach Abschluss dieser Arbeiten laufen werden. Somit ist es noch etwas früh, Schlüsse zu ziehen. Auf jeden Fall aber verfolgt die Aufsichtsbehörde mit Spannung, was die Branche mit dem neuen Gesetz anzufangen weiss.

V. Schlussbemerkungen

Wenn ich auf die eingangs gestellte Frage zurückkomme, wie weit das neue Kollektivanlagengesetz tatsächlich wettbewerbsfördernd ist, so gibt es viel Positives zu vermerken. So darf erwartet werden, dass es Impulse auslöst. Der Markt muss die sich bietenden Chancen aber nutzen. Zudem braucht es einige wenige Verbesserungen, insbesondere im steuerlichen Bereich, um diesem Gesetz wirklich den notwendigen Schub zu geben. Zusätzliches Wachstum im Sinne einer Schweiz als Produktionsland ist somit möglich. Im Bereich des Anlegerschutzes bleiben Risikoaufklärung und Kostentransparenz ein Thema – und werden es wohl noch einige Zeit bleiben.

Mit diesen Ausführungen will ich Ihnen zeigen, dass die EBK als Aufsichtsbehörde den gesetzlich übertragenen Auftrag des Anlegerschutzes ernst nimmt, gleichzeitig aber auch eine Verantwortung übernimmt, den Fondsplatz Schweiz aktiv zu fördern.

Kollektivanlagerecht

Matthäus Den Otter, Basel*

Inhaltsverzeichnis

I.	Paradigmenwechsel von Fondsgesetzgebung und -aufsicht: Vom AFG zum KAG.....	15
II.	Die neue Regelung der Genehmigungsverfahren für Anlagefonds.....	19
	Anhang.....	23

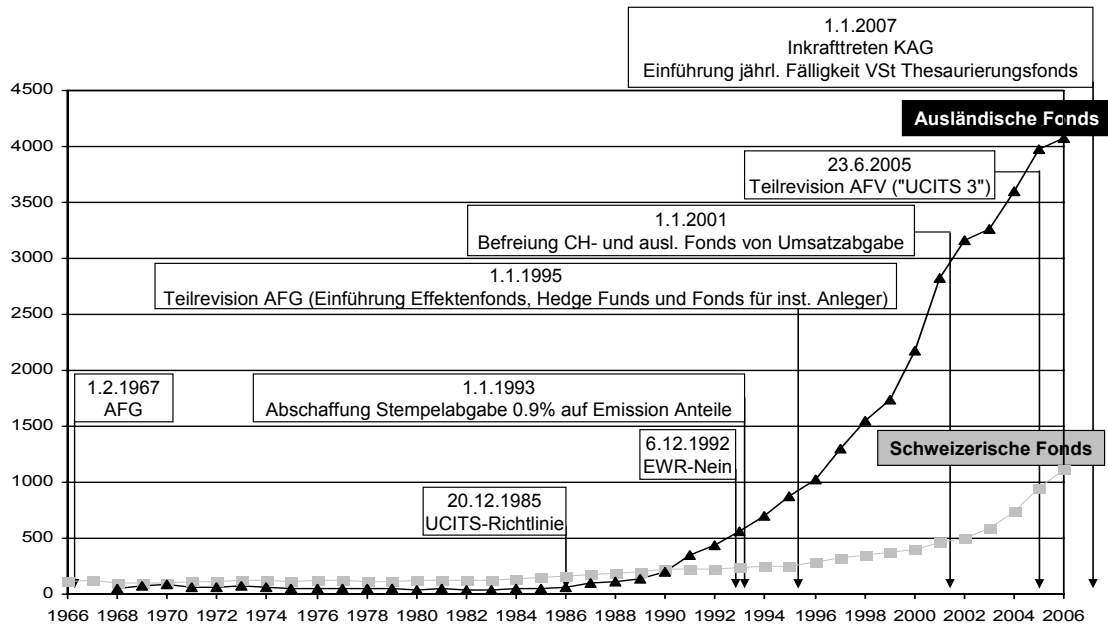
I. Paradigmenwechsel von Fondsgesetzgebung und -aufsicht: Vom AFG zum KAG

Während der Begriff «Kollektiv...» politisch derzeit nicht sehr en vogue ist, feiert er im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen («KK») fröhlich Urständ. Denn mit dem Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG¹) wird anstelle des «Anlagefondsrechtes» dasjenige über die KK auch im Kapitalmarktrecht den ihm von der wirtschaftlichen Bedeutung her ohnehin zustehenden Platz einnehmen: so hat sich das gesamte Fondsvolumen aller in der Schweiz zum Vertrieb zugelassenen in- und ausländischen Anlagefonds zwischen Dezember 1998 und April 2007 von CHF 327 Mrd. auf CHF 623 Mrd. fast verdoppelt.

* Dr. MATTHÄUS DEN OTTER, Geschäftsführer Swiss Funds Association, Basel. Persönliche Meinungsäusserung des Verfassers.

¹ Diese Abkürzung konnte umso eher verwendet werden, als die bis vor kurzem in Deutschland verwendete Bezeichnung für das einschlägige Gesetz über die Kapitalanlagegesellschaften «KAGG» inzwischen durch «Investmentgesetz» ersetzt wurde. Auf Verordnungsstufe musste die ursprünglich vorgesehene Abkürzung «KKV» für die bundesrätliche Verordnung weichen, da es bereits eine «KAV» gab, nl. die Verordnung vom 18. Dezember 1995 über die Anteile der Kantone an den Abgeltungen und Finanzhilfen im Regionalverkehr (KAV) (SR 742.101.2).

Im Gleichschritt damit wird seit einigen Jahren versucht, durch entsprechende Gesetzesänderungen die Rahmenbedingungen für das Fondsgeschäft in der Schweiz zu verbessern. Auf der nachfolgenden Abbildung wird die wechselvolle Geschichte des bisherigen Anlagefondsgesetzes in Wechselwirkung mit der relevanten Steuergesetzgebung² einerseits, und dem EU-Umfeld andererseits, dargestellt.



Quelle: SNB, Monatsberichte ab 1956 / EBK

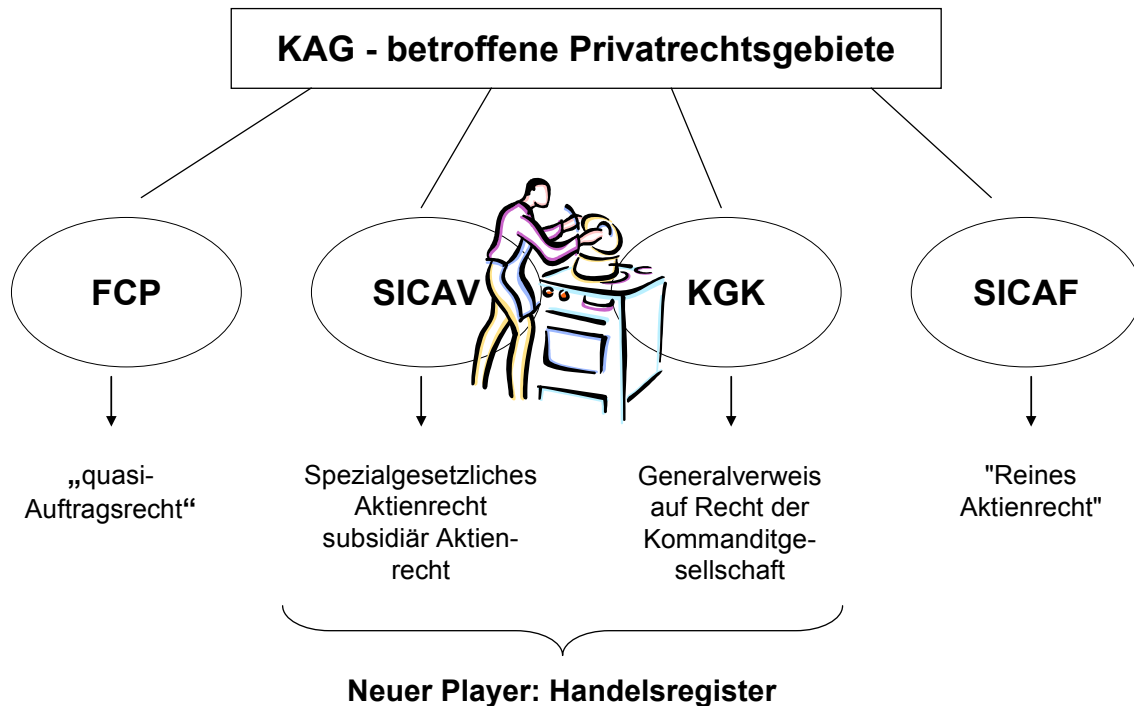
Beim nunmehr am 1. Januar 2007 in Kraft getretenen KAG wurde jedoch erstmals ein vollständiger Paradigmenwechsel vollzogen. Denn zu den wichtigsten Zielen der Totalrevision des Anlagefondsgesetzes und dessen Umfirmierung in «KAG» gehört insbesondere die «Fondsplatzförderung», welche insbesondere eine Aufhebung des Typenzwangs und die Anreicherung der bisher nur auf vertragliche Fonds beschränkten Palette um die SICAV einerseits, die «Swiss Limited Partnership» andererseits.

² In der Schweiz sind die öffentlich-rechtlichen- und privatrechtlichen Normen einerseits, die steuerliche Behandlung der Kollektivanlagen andererseits, Gegenstand unterschiedlicher Erlasse, was einen entsprechend erhöhten Koordinationsaufwand erfordert. Sogar für Fachleute war es teilweise schwierig, den Anpassungsbedarf der relevanten Steuergesetze aufgrund des neuen KAG abzuschätzen. Vgl. dazu auch die Aufzählung im Anhang zum KAG, (Art. 153 KAG), wo unter Ziff. 4–8 die Änderungen der einschlägigen Steuergesetze aufgezählt werden.

Das bedeutet nicht nur für die Anlegerschaft und die Industrie, sondern auch für die Rechtswissenschaft den Abschied von der bisherigen «AFG-Einheitskost». Damit wird auch juristisch nachvollzogen, was sich am Fondsmarkt schon seit langem abgezeichnet hat: der Aufstieg der Kollektivanlage vom «Instrument des kleinen Mannes» zum vielseitig einsetzbaren Modul der Vermögensverwaltung für alle – vom Kleinsparer bis zum «High-Net-Worth-Individual» und zu den institutionellen Anlegern. Dies bedingt auch eine Ausweitung der am Finanzplatz verfügbaren Rechtsformen. Hoffentlich wird sich die Rechtswissenschaft der zahlreichen interessanten neuen KAG-Topoi annehmen, welche sich insbesondere im Rahmen der «offenen kollektiven Kapitalanlagen³» bei der SICAV als körperschaftlicher «Fondsvariante» sowie beim «Swiss Limited Partnership» als dem ersten, vom Gesetzgeber eingeführten «Closed-End-Fund für qualifizierte Anleger» stellen werden. Ob die SICAF, welche rechtlich eine «gewöhnliche» Aktiengesellschaft mit regulatorischem «Überbau» zum Anlegerschutz ist, ebenfalls gewisse, bislang nicht ersichtliche, juristische «Reize» entfalten wird, erscheint hingegen derzeit mehr als zweifelhaft.

Mit Inkrafttreten des KAG betritt das Kollektivanlagerecht daher als vollberechtigtes Mitglied die Bühne des schweizerischen Kapitalmarktrechts.

³ Dieser Begriff wurde ursprünglich geschaffen, weil auch die Anlagestiftungen als weitere Form des «Open-End-Fund» unter das KAG hätten subsumiert werden sollen. Nachdem dieses Ansinnen jedoch fallengelassen wurde, hätte man auf diesen Ausdruck getrost verzichten können, weil nur noch vertragliche bzw. körperschaftliche «Fonds» vom KAG erfasst werden.



Was gehört überhaupt zum Kapitalmarktrecht? ⁴:

- Prospektpflicht (Art. 652a, 1156 OR, Börsenrecht)
- Recht der Anlehensobligationen (Art. 1156 ff. OR)
- BEHG und dazugehörige Verordnungen (BEHV, BEHV-EBK, UEV-UEK)
- Kotierungsreglement (mit Anhängen) und Börsenerlasse, u.a.:
 - Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance
 - Richtlinie betr. Anforderungen an die Finanzberichterstattung
 - Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen
- Internationale Standards (Art. 8 BEHG)
- Behördenorganisation und Rechtsmittel (EBK [BankG und BEHG], SWX [Selbstregulierung], UEK, Bundesverwaltungsgericht)
- Offenlegung und Übernahmerecht

⁴ Quelle: Vorlesungsskriptum Prof. PETER NOBEL, Universität St. Gallen

- Verbot von Marktmissbräuchen (Insiderverbot, Art. 161 StGB, und Kursmanipulation, Art. 161^{bis} StGB)
- Amtshilferecht/z.T. Rechtshilferecht
- Neu: *Kollektivanlagerecht*.

II. Die neue Regelung der Genehmigungsverfahren für Anlagefonds⁵

Obwohl der neu auch als «Fondsvertrag» bezeichnete privatrechtliche Kollektivanlagevertrag bislang das Rückgrat des Anlagefondsgesetzes bildete, hatte das herkömmliche Aufsichtsrecht, historisch bedingt durch das kollektive Moment («Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger») und einen als absolut verstandenen Anlegerschutz, einen stark öffentlich-rechtlichen, d.h. polizeilich geprägten Charakter⁶. Das galt insbesondere auch für das Bewilligungsverfahren der Fondsreglemente, welches früher stark vom Dualismus zwischen «Obrigkeit» und «Gesuchsteller» geprägt war. Leider waren die Fondsbewilligungen unter dem alten AFG eine Quelle häufiger Ärgernisse und Missverständnisse.

Seitens der Fondswirtschaft wurde insbesondere bemängelt, dass die Aufsichtsbehörde nicht «risikobasiert» bewillige, sondern auch bei «08/15-Fonds» zu viel Zeit auf die Prüfung von Detailfragen bis hin zur Korrektur von Tippfehlern u.ä. aufwende. Seitens der EBK wurde dagegen auf die mangelhafte Qualität der Gesuche hingewiesen. Falls überhaupt an der «Produktgenehmigung» festgehalten werden soll⁷, kann nur ein völlig

⁵ Nachstehend wird nur auf die offenen kollektiven Kapitalanlagen, d.h. die bisherigen Anlagefonds, eingegangen, da deren Genehmigung weiterhin den Löwenanteil der von der EBK zu bewilligenden Kollektivanlagen ausmachen dürfte. Dieser begriff «offene KK» war ursprünglich gewählt worden, um nebst den Fonds im eigentlichen Sinne auch die Anlagestiftungen zu erfassen. Nachdem der Bundesrat entschied, die Anlagestiftung wieder aus dem Gesetz herauszunehmen, ist der Begriff «offene KK» eigentlich überflüssig, umfasst er doch nur die vertraglichen und körperschaftlichen «Fonds».

⁶ Gl. Meinung schon BRUNO DALLO, Das Verhältnis der privatrechtlichen und der öffentlich-rechtlichen Bestimmungen im Schweizerischen Anlagefondsrecht, S. 88, Basel 1989, m.w.H.

⁷ Dies ist m.E. nur für Eu-kompatible Effektenfonds geboten. Denn Art. 4 Abs. 2 der UCITS-Richtlinie 85/623/EWG lautet wie folgt: «Die Zulassung eines Investmentfonds ist nur dann erteilt, wenn die zuständigen Stellen einerseits der Verwaltungsgesellschaft die Zulassung erteilen und andererseits die Vertragsbedingungen genehmigen

neuer Ansatz, der beiden Seiten eine schnellere Gesuchserledigung und einen effizienteren Einsatz der knappen Ressourcen erlaubt, diesen Missstand aus der Welt schaffen.

Angesichts des gewandelten Selbstverständnisses der Aufsichtsbehörde einerseits, des dringenden Bedürfnisses der Fondswirtschaft nach einer *Beschleunigung* der geltenden Bewilligungsverfahren andererseits, zeichnet sich – durch die Rechtswissenschaft bislang noch kaum beachtet – hier ein bahnbrechender Wandel ab. Eine moderne Aufsichtsbehörde sollte sich zumindest im Genehmigungsverfahren eher als «Coach» denn als «Vogt» verstehen. Das bedingt natürlich eine entsprechende Verantwortung der Fondswirtschaft, damit ein neues, gleichgeordnetes Verhältnis verstehen kann, das sich vom alten Zopf der verwaltungsrechtlichen «Polizeibewilligung» emanzipiert.

Wie sieht nun das neue KAG-Konzept aus? Die bisherige Bewilligung des Fondsreglements wird durch die «Genehmigung» der in Art. 15 KAG aufgezählten «Dokumente»⁸ ersetzt, während der Begriff «Bewilligung» den sog. «Bewilligungsträgern» im Sinne von Art. 13 Abs. 2 KAG vorbehalten ist. Interessant ist dabei, dass die SICAV aufgrund ihrer *Doppelnatur* als «Institut/Bewilligungsträger» einerseits, «Produkt» andererseits, sowohl einer Bewilligung als auch einer Genehmigung bedarf. Diese terminologischen Änderungen ändern aber nichts an den grundlegenden Fakten: in verwaltungsrechtlicher Hinsicht sind sowohl die Genehmigung als auch die Bewilligung weiterhin gewerbepolizeiliche Bewilligungen mit Erlaubnisvorbehalt⁹. Insofern bleibt auch unter dem KAG die Besonderheit bestehen, dass die Dokumente sämtlicher Fonds aus dem In- und Ausland, für welche öffentlich geworben werden soll, *einzelnen* genehmigt werden müssen, was ein wichtiger Konkurrenznachteil z.B. gegenüber den sog. strukturierten Produkten bildet, welche – übrigens mit der vollen Unterstützung der Swiss Funds Association – gestützt auf Art. 5 KAG ausdrücklich von einer solchen

sowie der Wahl der Verwahrstelle zustimmen» Für alle anderen Fondskategorien könnte die Genehmigung durch ein blosses «Filing» ersetzt oder ganz abgeschafft werden, sofern die EBK die dauernde Aufsicht über jeden Fonds und die damit verbundenen Eingriffskompetenzen aufrechterhalten würde, was auch von der Fondswirtschaft gewünscht wird.

⁸ Im Bereich der Fonds fallen darunter der «Kollektivanlagevertrag» oder «Fondsvertrag» des vertraglichen Anlagefonds sowie die Statuten und das Anlagereglement der SICAV.

⁹ Dies bedeutet nach herkömmlicher Lehre, dass die Bewilligung erteilt werden muss, sofern die einschlägigen gesetzlichen Voraussetzungen erfüllt sind.

«Produktgenehmigungspflicht» befreit wurden¹⁰. Der Anlagefonds (sei es als vertraglicher Anlagefonds oder neu als SICAV) ist in der Schweiz das einzige Finanzinstrument, das weiterhin «produktweise» genehmigt werden muss, obwohl die sog. Bewilligungsträger (Fondsleitung, SICAV, Depotbank, Vertreter, neu auch der Vermögensverwalter) ebenfalls beaufsichtigt werden¹¹.

Es wurde daher Zeit für einen Paradigmenwechsel. Anstelle des bisherigen, obrigkeitsstaatlich geprägten «Machtgefälles»¹² zwischen dem «Gesuchsteller» und der «Behörde» soll ein gleichberechtigtes, partnerschaftliches Vertrauensverhältnis treten, das es der Fondswirtschaft erlauben sollte, gestützt auf bereits von der EBK abgesegnete «Templates» in Kombination mit klaren, nach Fondskategorie gestaffelten Erledigungsfristen¹³ die Lancierung neuer Produkte besser planen zu können. Zudem kann die EBK dadurch ihre wertvollen Ressourcen effizienter einsetzen. Das bedeutet einerseits, dass die Fondsindustrie mehr Verantwortung übernimmt, die EBK andererseits auf eine «100%-ige Inhaltskontrolle» der ihr unterbreiteten Dokumente verzichtet. Gestützt auf Art. 17 KAG wurde mit der Unterstützung von EBK und Swiss Funds Association in der bundesrätlichen Verordnung (Art. 16–18 KKV) erstmals eine innovative Regelung für das vereinfachte Genehmigungsverfahren geschaffen¹⁴.

¹⁰ Vgl. Art. 5 Abs. 5 KAG.

¹¹ Das erscheint umso bedauerlicher, als jetzt für die strukturierten Produkte in Art. 5 KAG eine vorbildlich liberale Lösung gefunden wurde. Das KAG beschränkt sich darauf, gewisse Mindestanforderungen an die Emittenten und an den Inhalt des vereinfachten Prospektes zu stellen, verweist ansonsten auf die Selbstregulierung der Schweizerischen Bankiervereinigung und verzichtet daher auf jegliche produktbezogene Bewilligungspflicht. Eine analoge Regelung muss auch das Ziel der Fondswirtschaft sein.

¹² Dieses rührt daher, dass es die Gesuchsteller immer «eilig» haben, eine Bewilligung zu erhalten und sich daher häufig den Änderungswünschen der Aufsicht beugen, weil das Führen von langwierigen Prozessen im hart umkämpften Fondsgeschäft nur kontraproduktiv wäre. Es werden daher auch nie Rechtsmittel gegen EBK-Verfügungen im Bereich der Genehmigungen eingelegt. Die Tatsache, dass im KAG nun sogar ein doppelter Rechtsweg über das Bundesverwaltungsgericht ans Bundesgericht eingeführt wird (vgl. Art. 141 KAG), dürfte die «Prozessscheu» nur noch verstärken...

¹³ Bei den Fonds für qualifizierte Anleger («QIF») darf teilweise sogar bereits nach der Eingangsbestätigung der EBK lanciert werden; hier bleibt der EBK nur eine nachträgliche «Interventionsfrist» von 3 Monaten in Bezug auf die einschlägigen Dokumente.

¹⁴ Vgl. Wortlaut dieser Bestimmungen im Anhang. Die Ausführungsmodalitäten standen im Zeitpunkt der Drucklegung noch nicht fest.

Es ist an der Zeit, auch im neuen KAG-«Genehmigungsverfahren» das Vertrauensprinzip zu stärken. Als Motto soll dabei ein Zitat aus einem Referat von Bundesrat Merz dienen¹⁵:

«Nur ein schlanker und starker Staat kann den Wettbewerb wirksam beaufsichtigen»

«Schlank» bedeutet letztlich auch, dass der Staat nicht alles kann und dass er den Mut zur Lücke haben muss. Anders geht es nicht. Wir gehen vom Bild des mündigen, ehrlichen Bürgers aus und nicht vom Verdacht des potentiellen «Täters». Deshalb braucht es keine überbordende präventive Bürokratie, keine Richtlinien- und Bewilligungsflut. Wir wollen die Privatheit des freien Individuums, nicht den gläsernen Bürger. Den Menschen muss der Staat mit Respekt und mit einfachen, verständlichen Regeln begegnen. Selbstdeklaration und Selbstregulierung sollen vorherrschen; sie sind allerdings mit Sanktionen zu bewehren.

Wenn die neuen beschleunigten Bewilligungsverfahren auch von diesem Geist getragen werden, dürften sie zu einem vollen Erfolg werden.

Allerdings ist es bedauerlich, dass für *ausländische* Anlagefonds¹⁶ (noch) kein Pendant zu dieser Regelung geschaffen wurde. Dem steht zunächst einmal Art. 120 Abs. 3 KAG entgegen, welche das Gegenrecht als Voraussetzung für die Einführung eines solchen beschleunigten Verfahrens, z.B. bei ausländischen EU-kompatiblen Fonds («UCITS») verlangt¹⁷. Immerhin sollte es möglich sein, auch bei Aufrechterhaltung der Bewilligungspflicht ausländische UCITS in einem von der EBK als «summarisch» bezeichneten Verfahren» ebenfalls so speditiv wie möglich abzuwickeln, ohne gleichzeitig noch spezifisch schweizerische Zusatzanforderungen an diese Produkte zu stellen. Hier bleibt aber noch Einiges zu tun. Jedenfalls sind mit der Einführung der vereinfachten Verfahren die Weichen für eine effizientere und echte Kooperation zwischen Aufsicht und Fondswirtschaft gestellt.

¹⁵ Quelle: Homepage Eidg. Finanzdepartement Februar 2007

¹⁶ Zur Bedeutung dieser Frage einige Zahlen: vom Gesamtvolumen der in der Schweiz vertriebenen Fonds entfallen 60% auf ausländische, die restlichen 40% auf einheimische Fonds. «Ausländisch» bezieht sich aber nur auf das Domizil des Fondsvehikels, nicht auf dessen «Sponsor». Über die Hälfte des «ausländischen» Fondsvolumens stammt von Schweizer Banken, Versicherungen und Vermögensverwaltern, welche ihre Produkte in die Schweiz «reimportieren».

¹⁷ Vgl. dazu EBK-Jahresbericht 2006, S. 57 f.

Anhang

Auszug aus der Verordnung vom 22. November 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV), SR 951.311

Art. 16 Voraussetzungen für das vereinfachte Genehmigungsverfahren (Art. 17 KAG)

¹ Das vereinfachte Genehmigungsverfahren kann nur durchgeführt werden, wenn das Fondsreglement:

- a. einer Vorlage entspricht, welche die Aufsichtsbehörde als Mindeststandard anerkannt hat, wie Musterreglemente und -prospekte einer Branchenorganisation; oder
- b. einem Standard entspricht, welchen die Aufsichtsbehörde gegenüber dem jeweiligen Bewilligungsträger als verbindlich anerkannt hat.

² Die Aufsichtsbehörde bestätigt dem Gesuchsteller den Eingang des Gesuchs.

³ Sind zur Beurteilung des Gesuchs weitere Informationen erforderlich, so kann die Aufsichtsbehörde den Gesuchsteller auffordern, diese nachzureichen.

Art. 17 Fristen im vereinfachten Genehmigungsverfahren (Art. 17 KAG)

¹ Offene kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anlegerinnen und Anleger gelten nach Ablauf folgender Fristen als genehmigt:

- a. Effektenfonds, Immobilienfonds und übrige Fonds für traditionelle Anlagen: nach Eingang des Gesuchs;
- b. übrige Fonds für alternative Anlagen: vier Wochen nach Eingang des Gesuchs.

² Die Aufsichtsbehörde genehmigt offene kollektive Kapitalanlagen, die sich ans Publikum richten, spätestens innerhalb folgender Fristen:

- a. Effektenfonds: vier Wochen nach Eingang des Gesuchs;
- b. Immobilienfonds und übrige Fonds für traditionelle Anlagen: sechs Wochen nach Eingang des Gesuchs;
- c. übrige Fonds für alternative Anlagen: acht Wochen nach Eingang des Gesuchs.

³ Die Frist beginnt einen Tag nach Eingang des Gesuchs zu laufen.

⁴ Verlangt die Aufsichtsbehörde weitere Informationen, so ist der Fortlauf der Frist ab dem Zeitpunkt der Aufforderung bis zum Eingang der Informationen bei der Aufsichtsbehörde aufgeschoben.

Art. 18 Nachträgliche Änderung von Dokumenten (Art. 17 KAG)

¹ Die Aufsichtsbehörde kann für kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anlegerinnen und Anleger bis drei Monate nach der vereinfachten Genehmigung eine nachträgliche Änderung der Dokumente verlangen.

² Die Anlegerinnen und Anleger sind:

- a. auf die Möglichkeit einer Änderung vorgängig aufmerksam zu machen;
- b. über nachträgliche Änderungen in den Publikationsorganen zu informieren

Legislative Aktivitäten im Finanzmarktrecht – zum Entwurf für ein neues Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG)

Peter V. Kunz, Bern/Zürich*

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis	26
Materialienverzeichnis	27
I. Einleitung	28
1. Technische Ausgangslage	28
a) Tatsächliche Differenzierungen	28
b) Mediatisierte Wertpapierverwahrung	29
c) Immobilisierung von Wertpapieren	30
2. Internationales Umfeld	33
a) Legislative Rechtsvergleichung	33
b) Ausländische Initiativen	35
II. Verwahrung sowie Übertragung von Wertpapieren	36
1. Aktueller Rechtszustand in der Schweiz	36
a) Grundzüge	36
b) Anwendbares Recht bei Verwahrung von Wertpapieren	37
c) Wertpapiere in Sammelverwahrung	38
d) Wertpapiere in Globalurkunde	39
e) Wertrechte	39
2. Zum Revisionsbedarf	40

* Der Autor ist ordentlicher Professor (Ordinarius) für Wirtschaftsrecht und Rechtsvergleichung an der Universität Bern, Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht sowie Leiter des Departements für Wirtschaftsrecht. Bei Herrn Rechtsanwalt THOMAS JUTZI, Assistent am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern, bedanke ich mich bestens für seine tatkräftige Unterstützung. Der Aufsatz wurde *Mitte März 2007* abgeschlossen.

a)	Mängel des schweizerischen Rechts.....	40
b)	Anpassungen im internationalen Kontext.....	41
3.	Künftiger Rechtszustand – das Bucheffektengesetz (BEG).....	42
a)	Wirtschafts- bzw. Finanzmarktrecht im steten legislativen Wandel.....	42
b)	Gesetzgebungsverfahren zum BEG.....	42
c)	Grundkonzept des Entwurfs zum BEG.....	44
aa)	Bucheffekten als Vermögensobjekt sui generis.....	44
bb)	System der Verfügung durch Buch- bzw. Kontoeintragung.....	45
d)	Ausgewählte Details des Entwurfs zum BEG.....	46
aa)	Gegenstand sowie Geltungsbereich.....	46
bb)	Bucheffekten.....	47
cc)	Verwahrungsstelle.....	49
dd)	Rechte der Kontoinhaber.....	49
ee)	Rechte der Verwahrungsstelle.....	50
ff)	Verfügung über Bucheffekten.....	51
gg)	Haftung sowie weitere Themen.....	52
hh)	Exkurs: HWpÜ.....	53
III.	Würdigung.....	54
1.	Techniker-Materie.....	54
2.	Praktische Relevanz.....	54
3.	Inhaltliches sowie methodische Kritik.....	56
4.	Internationales Umfeld.....	57

Literaturverzeichnis

- AMMANN HANS-PETER, Bucheffektengesetz und Haager Wertpapierübereinkommen – Vorlage für Finanzplatz Schweiz von strategischer Bedeutung, ST 2006/8, 524 ff.; zit.: AMMANN, Bucheffektengesetz.
- BRUNNER CHRISTOPH, Wertrechte – nicht verkündete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere (Diss. Bern 1996); zit.: BRUNNER, Wertrechte.
- CRONE HANS CASPAR VON DER/KESSLER FRANZ J./GERSBACH ANDREAS, Der Entwurf zu einem schweizerischen Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG), in: Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 11 2002/2003 (Bern 2004) 135 ff.; zit.: VON DER CRONE/KESSLER/GERSBACH, Entwurf.
- DRUEY JEAN NICOLAS, Die Entmaterialisierung des Wertpapiers – Einige rechtsvergleichende Hinweise, SAG 59 (1987) 65 f.; zit.: DRUEY, Entmaterialisierung.
- EIGENMANN ANTOINE, Projet de loi sur le dépôt et le transfert des titres intermédiaires, Aspects choisis, SZW 2006, 104 ff.; zit.: EIGENMANN, Projet.

- GIRSBERGER DANIEL/HESS MARTIN, Das Haager Wertpapierübereinkommen, AJP 8/2006, 992 ff.; zit.: GIRSBERGER/HESS, Wertpapierübereinkommen.
- HOFSTETTER BRIGITTE, Regelung der Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten – Zum Entwurf für ein Bucheffektengesetz, Jusletter 20. Dezember 2004; zit.: HOFSTETTER, Bucheffekten.
- KLEINER BEAT, Zäher Abschied vom Wertpapier im Effektenbereich, SZW 1995, 290 ff.; zit.: KLEINER, Abschied.
- MEIER-HAYOZ ARTHUR, Abschied vom Wertpapier?, ZBJV 122 (1986) 385 ff.; zit.: MEIER-HAYOZ, Abschied.
- MEIER-HAYOZ ARTHUR/CRONE HANS CASPAR VON DER, Wertpapierrecht (2. A. Bern 2000); zit.: MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht.
- MÜLLER-VON PILCHAU HANS-JÜRGEN, Von der physischen Urkunde zur «virtuellen» Aktie – Die Realisierung der Girosammelverwahrung für Namensaktien in Deutschland, in: Die Namensaktie, Schriften zum Kapitalmarkt Bd. 3 (Frankfurt 2000) 97 ff.; zit.: MÜLLER-VON PILCHAU, Urkunde.
- NOBEL PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht – Einführung und Überblick (2. A. Bern 2004); zit.: NOBEL, Finanzmarktrecht.
- RICKENBACHER ROBERT, Für ein neues Wertpapierverwahrungsgesetz, NZZ Nr. 86 (2005) 33; zit.: RICKENBACHER, Wertpapierverwahrungsgesetz.
- SCHMID-TSCHIRREN CHRISTINA, «Papierlose» Wertpapiere – Der Register-Schuldbrief und die Bucheffekten als Beispiele einer Weiterentwicklung des schweizerischen Wertpapierrechts, in: Aus der Werkstatt des Rechts, FS zum 65. Geburtstag von Heinrich Koller (Basel 2006), 183 ff.; zit.: SCHMID-TSCHIRREN, Bucheffekten.
- STEINER CHRISTOPH/BÜCHI RAFFAEL, Vom Wertrecht zur Bucheffekte – Kristallisation aus dem Nichts?, GesKR 1/2007, 73 ff.; zit.: STEINER/BÜCHI, Wertrecht.
- THAN JÜRGEN/HANNÖVER MARTIN, Depotrechtliche Fragen bei Namensaktien, in: Die Namensaktie, Schriften zum Kapitalmarkt Bd. 3 (Frankfurt 2000) 279 ff.; zit.: THAN/HANNÖVER, Fragen.
- THEVENOZ LUC, Du dépôt collectif des valeurs mobilières aux titres intermédiés: un saut épistémologique, in: Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts – Festschrift für Peter Nobel (Bern 2005) 681 ff.; zit.: THEVENOZ, saut.
- ZOBL DIETER, Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren, SZW 2001, 105 ff.; zit.: ZOBL, Übertragung.
- ZOBL DIETER/KRAMER STEFAN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht (Zürich 2004); zit.: ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht.
- ZOBL DIETER/LAMBERT CLAUDE, Zur Entmaterialisierung der Wertpapiere, SZW 1991, 117 ff.; zit.: ZOBL/LAMBERT, Entmaterialisierung.

Materialienverzeichnis

Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006 (zit.: Botschaft zum BEG), <www.admin.ch/ch/d/ff/2006/9315.pdf>.

Entwurf zum BEG vom 15. November 2006 (zit.: E BEG), <www.admin.ch/ch/d/ff/2006/9421.pdf>.

Bericht der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten technischen Arbeitsgruppe zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz) (...) vom 15. Juni 2004 (zit.: Bericht Arbeitsgruppe BEG), <www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/00887/index.html?lang=de>.

I. Einleitung

1. Technische Ausgangslage

a) Tatsächliche Differenzierungen

Bei Wertpapieren kann faktisch – etwas trivialisiert – zwischen sog. *Einzel-Wertpapieren* (z.B. Wechsel¹ oder Checks²) einerseits und sog. *Massen-Wertpapieren* (d.h. Titel, die an Finanzmärkten emittiert³ und später gehandelt⁴ werden)⁵ andererseits unterschieden werden. Wertpapierrechtlich ist diese Differenzierung de lege lata bedeutungslos, gelangt doch auf *alle Titel* die gesetzliche Ordnung gemäss Art. 965 ff. OR zur Anwendung.

Die *Verkehrsbedürfnisse* der Wirtschaftsrealität sind indes *unterschiedlich*. Die zu behandelnden Stichworte wie etwa «mediatisierte Wertpapieraufbewahrung»⁶ oder aber «Immobilisierung von Wertpapieren»⁷ – und damit in unmittelbarem Zusammenhang das neue *Bucheffektengesetz* (BEG)⁸ – werden realiter sowie de iure allerdings nur bei den fungiblen bzw. vertretbaren

¹ Art. 990 ff. OR.

² Art. 1100 ff. OR.

³ *Primärmarkt*.

⁴ *Sekundärmarkt*.

⁵ ZOBL/LAMBERT, Entmaterialisierung, 118 sprechen von «Kapitalmarktpapieren», die sie den «Wertpapieren des Zahlungsverkehrs» (Wechsel, Check, Wertpapiere sowie Schuldbrief) gegenüberstellen; bei diesen Massen-Wertpapieren spielt es keine Rolle, ob der Emittent damit eine *Eigenkapitalfinanzierung* (z.B. Aktien) oder aber eine *Fremdkapitalfinanzierung* (z.B. Anleiheobligationen) verfolgt; zu gewissen Differenzierungen immerhin: STEINER/BÜCHI, Wertrecht, 74 f.

⁶ Vgl. dazu hinten I.1.b).

⁷ Vgl. dazu hinten I.1.c).

⁸ Vgl. dazu hinten II.3. Als *einleitende Übersicht* zum BEG: AMMANN, Bucheffektengesetz, 524 ff.; vor der Publikation der Botschaft zum BEG: EIGENMANN, Projet, 104 ff.; THEVENOZ, saut, 703 ff.; SCHMID-TSCHIRREN, Bucheffekten, 190 ff.; zu einer Frühphase: HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 1 ff.; RICKENBACHER, Wertpapierverwahrungsgesetz, 33.

Massen-Wertpapieren thematisiert, die somit im Folgenden im Vordergrund der Ausführungen stehen⁹.

Wenn Wertpapiere *physisch aufbewahrt* werden, was früher den Regel- und heute den Ausnahmefall darstellt¹⁰, sind damit gewisse *Risiken* verbunden; beispielsweise kann ein solches Wertpapier *gestohlen* oder *gefälscht* werden. Sozusagen als Massnahme eines Legal Risk Management hat sich mindestens bei den Finanzmarktpapieren seit längerer Zeit eine sog. *mediatisierte Wertpapierverwahrung* eingebürgert – notabene auf *wackliger* Rechtsgrundlage, was in Zukunft geändert werden soll.

b) Mediatisierte Wertpapierverwahrung

Wertpapiere der Finanzmärkte werden heute üblicherweise *nicht unmittelbar* von den *Berechtigten* (z.B. den Aktionären oder den Gläubigern von Anleiheobligationen) beispielsweise zu Hause in der Schublade oder unter dem Kopfkissen aufbewahrt, sondern «vermittelt» durch Dritte bzw. *mediatisiert* durch *Banken und andere Finanzintermediäre*; im Wesentlichen geht es dabei um Rationalisierungsbestrebungen¹¹. Dadurch resultieren insbesondere Effizienzgewinne sowie eine erhöhte Stabilität des Finanzsystems¹².

Die mediatisierte Wertpapierverwahrung, die in der Schweiz in den frühen 1960er Jahren ihren Anfang nahm¹³, führt in der Praxis zu komplexen sog. *Verwahrungspyramiden*. Obwohl es keine maximale Zahl der Ebenen gibt¹⁴, besteht die idealtypische Verwahrungspyramide¹⁵ – nach der Emission des Wertpapiers – aus *drei Ebenen*:

⁹ Einzel-Wertpapiere wie z.B. Checks sind nicht fungibel bzw. *nicht vertretbar*, was eine Voraussetzung für *Bucheffekten* ist: vgl. dazu hinten II.3.d)bb).

¹⁰ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9316 sowie 9323 – anscheinend macht bei Publikumsgesellschaften (also bei kotierten Beteiligungspapieren) der Anteil der *Heimverwahrung* *weniger als 1% des Aktionariats* aus (a.a.O. 9323).

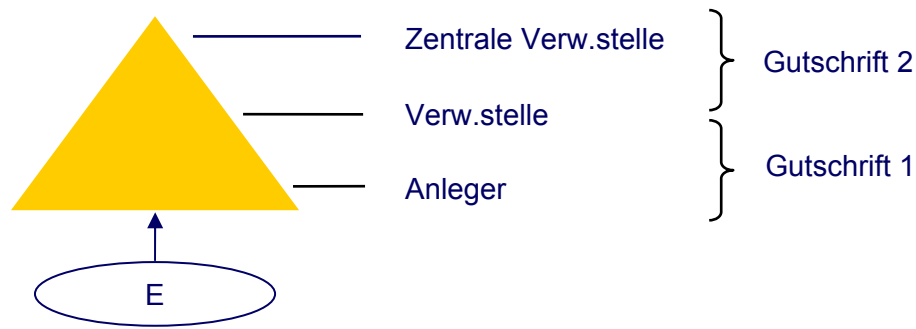
¹¹ Hierzu: MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 25 N 1 ff.

¹² Botschaft zum BEG: BBl 2006 9323.

¹³ VON DER CRONE/KESSLER/GERSBACH, Entwurf, 136.

¹⁴ Gerade bei *grenzüberschreitenden* Szenarien gibt es oftmals *zusätzliche* Ebenen.

¹⁵ Konzeptionelles in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9321.



Auf der (i) *ersten* Ebene stehen die sog. *Anleger* (z.B. die Aktionäre), die ihre Wertpapiere (z.B. die Aktien) zur Verwahrung übergeben, und zwar an die (ii) *zweite* Ebene, nämlich eine sog. *Verwahrungsstelle* (z.B. die Depotbank des Aktionärs). Die zahlreichen Verwahrungsstellen ihrerseits sind auf der (iii) *dritten* Ebene einer sog. *zentralen Verwahrungsstelle* (z.B. SIS SegInterSettle AG)¹⁶ – sozusagen als Pyramiden-Spitze – angeschlossen, bei der die Wertpapiere der Anleger physisch verwahrt werden.

Die Rechtszuständigkeit¹⁷ eines *Anlegers* ergibt sich in diesem Konzept nicht mehr aus dem unmittelbaren Besitz am Wertpapier, sondern aus einer *Gutschrift in einem (ersten) Konto*, das die Verwahrungsstelle für den Berechtigten auf dessen Namen führt; die Wertpapierbestände der *Verwahrungsstelle* ergeben sich ebenfalls aus einer *Gutschrift in einem (zweiten) Konto*, und zwar bei der *zentralen Verwahrungsstelle* – der sog. stückelose Effektengiroverkehr¹⁸ basiert m.a.W. auf *Transaktionen durch buchmässige Gutschriften*.

c) Immobilisierung von Wertpapieren

Eine mediatisierte Wertpapierverwahrung setzt voraus, dass die zugrunde liegenden Wertpapiere «aus dem Verkehr gezogen» bzw. immobilisiert («blockiert») werden – ansonsten wären allenfalls plötzlich mehr Wertpapiere

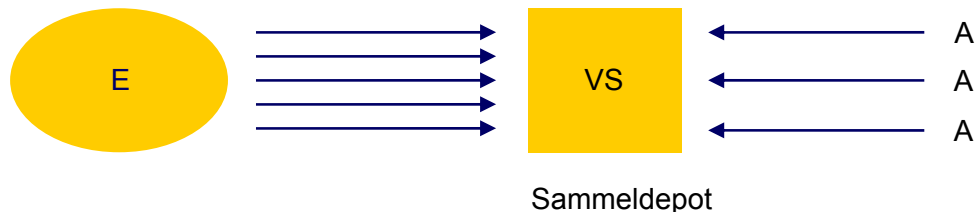
¹⁶ Ehemals: Schweizerische Effektengiro-Zentrale SEGA; statt aller: ZOBL, Übertragung, 106 ff. m.w.H.; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 N 231 ff.; ausserdem: AMMANN, Bucheffektengesetz, 524; ZOBL, Übertragung, 106 ff.; ZOBL/LAMBERT, Entmaterialisierung, 127; schliesslich: MEIER-HAYOZ, Abschied, 391 ff., BRUNNER, Wertrechte, 11 ff. sowie DRUEY, Entmaterialisierung, 69 (alle Autoren zur früheren SEGA).

¹⁷ Beispiele: *Eigentum* an Anleiheobligationen oder *Pfandrecht* an Aktien oder *Nutznießung* an Partizipationsscheinen.

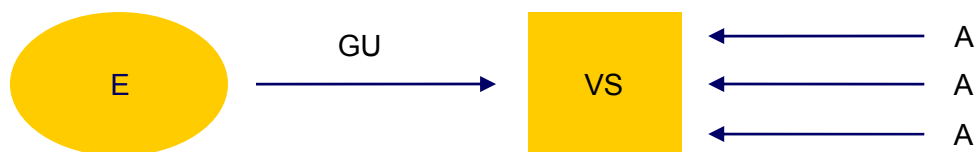
¹⁸ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9322.

«im Umlauf» als emittiert¹⁹. Die Wertpapiere werden auf diese Weise in die mediatisierten Verwahrungssysteme «eingebracht»²⁰.

In der Schweiz und international gibt es im Wesentlichen *drei* Immobilisierungs-Konzepte, die in erster Linie unterschiedliche Stufen einer «Entmaterialisierung» darstellen²¹:



- *Sammelverwahrung*: Es werden vom Emittenten (E) *zahlreiche physische Einzelurkunden* (also: Wertpapiere – z.B. die Aktien im Rahmen einer Aktienkapitalerhöhung) emittiert und bei einer einzigen Verwahrungsstelle (VS) in ein Sammeldepot *eingebracht*. Es gibt also mehrere Hinterleger, deren Wertpapiere (derselben Gattung) *ungetrennt* in einem *offenen Depot* einer Verwahrungsstelle verwahrt werden²².



- *Globalurkunde*: Es wird vom Emittenten (E) nur *eine einzige physische* Urkunde geschaffen, die indes die «underlying» Wertpapiere (also z.B. die emittierten Aktien im Rahmen einer Aktienkapitalerhöhung) «repräsentiert» bzw. zusammenfasst²³ und bei

¹⁹ Das Risiko eines «Doppellebens» (bei fehlender Immobilisierung) besteht nicht nur bei *Wertpapieren*, sondern ebenfalls bei *Wertrechten*: STEINER/BÜCHI, Wertrecht, 76.

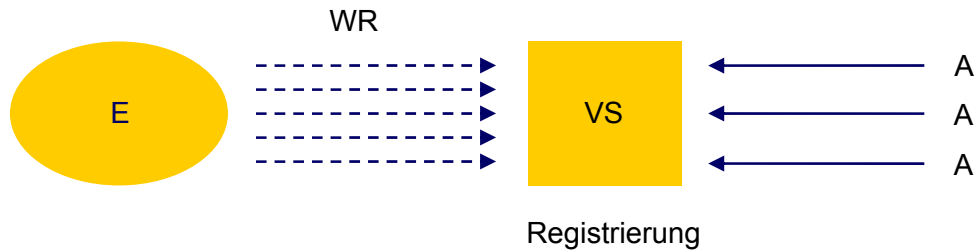
²⁰ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9323.

²¹ In diesem Sinne: ZOBL/LAMBERT, Entmaterialisierung, 118; allg.: NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 N 257 ff.

²² Hinweise: MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 25 N 10 ff.; ZOBL/LAMBERT, Entmaterialisierung, 126 f.; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 544; BRUNNER, Wertrechte, 7 ff.

²³ EIGENMANN, Projet, 107: «Le certificat global regroupe donc l'ensemble des droits et des créances de même espèce, appartenant à plusieurs investisseurs».

einer einzigen Verwahrungsstelle (VS) *eingbracht* wird²⁴ – bis zur Annullation am Ende der Laufzeit wird die Globalurkunde bei der Verwahrungsstelle «überhaupt nie bewegt»²⁵. In der heutigen Praxis werden v.a. Schuldverschreibungen sowie Inhaberaktien durch Globalurkunden repräsentiert²⁶.



- *Wertrechte*: Ein *vollständiger Verzicht* auf eine *physische Verbriefung* – sog. *Entmaterialisierung* von Wertpapieren – erfolgt bei den Wertrechten²⁷, d.h. es gibt (anders als bei der Sammelverwahrung von Wertpapieren und bei der Globalurkunde für Wertpapiere) überhaupt *kein körperliches Element* mehr, und folglich können diese sog. *Wertrechte* – in der heutigen Praxis zu einem grossen Teil v.a. *Namenaktien*²⁸ – bei einer Verwahrungsstelle *nicht «eingbracht»*, aber immerhin *registriert* werden²⁹.

²⁴ In der Praxis wird differenziert zwischen sog. *technischen Globalurkunden* (d.h. der Anleger hat ein *Recht auf Druck und Auslieferung* von Einzelurkunden) sowie sog. *Globalurkunden auf Dauer* (d.h. der Anleger hat kein Recht auf Druck und Auslieferung von Einzelurkunden); statt aller: ZOBL/LAMBERT, *Entmaterialisierung*, 127 f. m.w.H.; BRUNNER, *Wertrechte*, 38 ff.; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, *Wertpapierrecht*, § 25 N 26 ff.

²⁵ KLEINER, *Abschied*, 292; allg.: ZOBL/KRAMER, *Kapitalmarktrecht*, N 545.

²⁶ HOFSTETTER, *Bucheffekten*, Rz 4.

²⁷ Grundlegend: BRUNNER, *Wertrechte*, 1 ff.; allg.: STEINER/BÜCHI, *Wertrecht*, 73 ff.; ZOBL/LAMBERT, *Entmaterialisierung*, 128 ff. m.w.H.

²⁸ HOFSTETTER, *Bucheffekten*, Rz 4; zur Situation in Deutschland: THAN/HANNÖVER, *Fragen*, 279 ff.; MÜLLER-VON PILCHAU, *Urkunde*, 97 ff.; in der Schweiz wurden Wertrechte erstmals bereits im *Jahre 1939* anerkannt, und zwar mit der Einführung des *Eidgenössischen Schuldbuchs*, das die Schweizerische Nationalbank führt: MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, *Wertpapierrecht*, § 25 N 29.

²⁹ Es wird unterschieden zwischen sog. Wertrechten mit *aufgeschobenem Titeldruck* (d.h. Druck und Auslieferung der Einzeltitel erfolgt *nur auf Verlangen hin*) und sog. Wertrechten mit *aufgehobenem Titeldruck* (d.h. es gibt *keinen Anspruch* auf Druck und Auslieferung der Einzeltitel – der Anspruch ist statutarisch ausgeschlossen: ZOBL, *Übertragung*, 107 f.); statt aller: STEINER/BÜCHI, *Wertrecht*, 75 f.

Die Schweiz mit ihrer volkswirtschaftlich gewichtigen Finanzindustrie und dem zentralen Finanzplatz weist heute im internationalen Vergleich einen der *höchsten Immobilisierungs- und Entmaterialisierungsgrade* überhaupt auf³⁰. M.E. stellt eine rechtsstaatlich saubere Umsetzung dieser (faktischen) Strukturen in einem formellen Gesetz eine klare Verbesserung für die *Finanzplatz-Infrastruktur* Schweiz (sc. Trading: SWX; Clearing & Settlement: SIS; Zahlungsabwicklung: Telekurs) dar.

Die drei aufgezeigten Konzepte einer Immobilisierung bilden die Grundlage des Gesetzgebungsprojekts eines BEG, d.h. sie werden im Bucheffektengesetz *vorausgesetzt*, um *Bucheffekten zu bilden*. Erstmalig werden diese Konzepte, die bereits bis anhin in der Praxis bekannt sind, ausdrücklich umschrieben, und zwar im Rahmen einer Revision des Obligationenrechts, indem *neu Art. 973a ff. OR* eingeschaltet werden³¹.

2. Internationales Umfeld

a) Legislative Rechtsvergleichung

Die Schweiz ist bekanntlich *keine Insel* innerhalb der internationalen Staatengemeinschaft, was gerade im Bereich des Wirtschafts- und Finanzmarktrechts offensichtlich wird. Angesichts beispielsweise der *internationalen Konsolidierungen* im Bereich der Börsen³² und der zahlreichen *grenzüberschreiten-*

³⁰ Mit dieser Analyse: KLEINER, Abschied, 292; HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 5.

³¹ (i) Art. 973a E OR/*Sammelverwahrung*: «Der Aufbewahrer ist befugt, *vertretbare Wertpapiere mehrerer Hinterleger ungetrennt nach Beständen zu verwahren* (...). [Der] Hinterleger [erwirbt] mit der Einlieferung beim Aufbewahrer *Miteigentum nach Bruchteilen* an den zum Sammelbestand gehörenden Wertpapieren gleicher Gattung». (ii) Art. 973b E OR/*Globalurkunde*: «Der Schuldner [= Emittent] kann *Globalurkunden ausgeben* oder mehrere vertretbare Wertpapiere, die einem einzigen Aufbewahrer anvertraut sind, durch eine *Globalurkunde ersetzen* (...). [Die Globalurkunde] steht im *Miteigentum* der daran beteiligten Hinterleger, und zwar im Verhältnis ihrer Beteiligung». (iii) Art. 973c E OR/*Wertrechte*: «Der Schuldner kann *Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere* (Wertrechte) ausgeben oder vertretbare Wertpapiere oder Globalurkunden, die einem einzigen Aufbewahrer anvertraut sind, durch *Wertrechte ersetzen* (...). Der Schuldner führt über die von ihm ausgegebenen Wertrechte ein Buch, in das die Anzahl und Stückelung der ausgegebenen Wertrechte sowie die Gläubiger einzutragen sind. Das Buch ist *nicht öffentlich*».

³² Hinweise bei: PETER V. KUNZ, Kotierung sowie Dekotierung – oder: «Werden» und «Sterben» der Publikumsgesellschaften, GesKR 2/2006, 123 f.; die Konsolidierungsanstrengungen sind in der Zwischenzeit weitergegangen, indem z.B. die NYSE nunmehr

den Sachverhalte bei der Verwahrung und bei der Übertragung von Wertpapieren erscheint ein Blick *über die Landesgrenzen* somit nicht nur sinnvoll, sondern geradezu *unerlässlich*.

In diesem Zusammenhang kommt eine (fast vergessene) Wissenschaft zu Ehren, die mindestens in der Lehre in der Schweiz traditionellerweise – und m.E. zu unrecht – etwas vernachlässigt wird, nämlich die sog. *Rechtsverglei-
chung*. In diesem Zusammenhang kann grundsätzlich unterschieden werden³³ zwischen der Rechtsvergleichung für (i) die *Rechtsanwendung* sowie für (ii) die *Rechtssetzung* – beim Gesetzgebungsprojekt des BEG steht zwangsläufig die sog. *legislative Rechtsvergleichung* im Vordergrund des Interesses.

Bei der legislativen Rechtsvergleichung ist zwischen zwei Aspekten zu differenzieren, die ebenfalls beim BEG bedeutsam erscheinen:

- Sog. *eklektische Anregungen*: Bei der Rechtssetzung wird der Gesetzgeber oftmals *Erfahrungen im Ausland* berücksichtigen, d.h. er mag geneigt sein, ausländische Modelle unmittelbar oder mittelbar «abzukupfern»³⁴. Dies war mit gutem Grund für das BEG-Projekt nicht anders, so dass ausländische Vorbilder und Erfahrungen in grossem Ausmass berücksichtigt wurden³⁵.
- Sog. *EU-Kompatibilitätsprüfung* (bzw. weiter gefasst: *internationale Kompatibilität*): Basierend auf dem Bundesrecht³⁶ hat der Bundesrat bei seinen Gesetzesvorlagen jeweils zu überprüfen, inwiefern diese *kompatibel mit EU-Recht* sind – dies ist auch beim BEG er-

Euronext übernommen, hingegen Nasdaq die Übernahmeversuche gegenüber der LSE abgebrochen hat.

³³ Detailliertere Übersicht zur Thematik bei: PETER V. KUNZ, Einführung zur Rechtsvergleichung in der Schweiz – Ein bedeutsames juristisches Fachgebiet für Studenten sowie für Praktiker zwischen notwendigem Übel sowie «Königsdiziplin», recht 24 (2006) 37 ff., v.a. 42 ff. bzw. 44 ff.

³⁴ Beispiele sind z.B. ersichtlich beim *neuen Kollektivanlagengesetz* (KAG) und bei zwei neuen Gesellschaftsformen in diesem Zusammenhang (nämlich die SICAV [Art. 36 ff. KAG] einerseits sowie die *Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen* [Art. 98 ff. KAG] andererseits), die schwergewichtig auf *ausländischen Modellen* beruhen.

³⁵ Beispielsweise wurden die Länderordnungen in Frankreich, in Luxemburg sowie in den USA detailliert untersucht; detailliert die Botschaft zum BEG: BBl 2006 9333 ff. m.w.H.

³⁶ Bereits seit den 1960er Jahren gibt es im Schweizer Recht eine EU-Kompatibilitätsprüfung; die heutige Basis liegt in Art. 141 des Bundesgesetzes über die Bundesversammlung vom 13. Dezember 2002 (Parlamentsgesetz, ParlG) sowie in zwei Verwaltungsverordnungen, nämlich im «Gesetzgebungsleitfaden» sowie im «Botschaftsleitfaden».

folgt. Die Botschaft zum BEG hält unter dem Titel «3.5 Verhältnis zum europäischen Recht» knapp fest: «Die Vorlage ist so ausgestaltet, dass sie internationalen und insbesondere *europäischen Mindeststandards entspricht*»³⁷.

Der Bogen kann sogar über die Europäische Union hinaus gespannt werden. Generell erscheint die Vorlage *international kompatibel*, indem die «sich herausbildenden internationalen Standards auf diesem Gebiet» übernommen wurden³⁸. Dies ist m.E. besonders wichtig und massgeblich für das BEG-Projekt, weil bei der Verwahrung und bei der Verwaltung von Wertpapieren in der Wirtschaftsrealität sehr häufig Kontakt mit *ausländischen Behörden* oder mit *Organisationen im Ausland* bestehen.

Die am weitesten gehende Variante der EU-Kompatibilität – nämlich der sog. *autonome Nachvollzug von EU-Recht* – wurde indes beim BEG, anders als in anderen Bereichen des Finanzmarktrechts (v.a. beim KAG³⁹), *nicht* angestrebt. Dies wird konkrete Auswirkungen ebenfalls für die *Rechtsanwendung* haben, d.h. bei der künftigen Anwendung des BEG (z.B. Gesetzesauslegung, allfällige Lückenfüllung) wird m.E. *keine europarechtskonforme Auslegung* vorgenommen werden dürfen⁴⁰.

b) Ausländische Initiativen

Zahlreiche Staaten – z.B. die USA, Grossbritannien, Kanada, Luxemburg, Belgien, Frankreich, Japan sowie Deutschland⁴¹ – *revidier(t)en ihre Länderordnungen* zur mediatisierten Wertpapierverwahrung in den letzten Jahren⁴². Ausserdem gibt es seit langer Zeit zahlreiche internationale Bemühungen,

³⁷ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9413; Hervorhebung hinzugefügt.

³⁸ HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 11; zur Bedeutung des «environnement international»: THEVENOZ, *saut*, 688 ff. Die *internationale Kompatibilität* war schon ein *zentrales Anliegen* des Berichts Arbeitsgruppe BEG: 32 ff.

³⁹ Der autonome Nachvollzug wird insbesondere in Art. 152 Abs. 2 KAG ersichtlich.

⁴⁰ Das *Bundesgericht* macht bei der Anwendung von schweizerischem Recht nur dann eine europarechtskonforme Auslegung, wenn ein autonomer Nachvollzug von EU-Recht gegeben ist: BGE 129 III 350 Erw. 6.

⁴¹ Allg.: THAN/HANNÖVER, *Fragen*, 279 ff.; MÜLLER-VON PILCHAU, *Urkunde*, 97 ff.

⁴² Hinweise: DRUEY, *Entmaterialisierung*, 65 ff.; HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 10; ausserdem Bericht Arbeitsgruppe BEG: 24 ff.

eine Art «union de doctrine» bzw. eine *grundlegende Modernisierung* in diesem Bereich zu erreichen⁴³.

(i) Im Dezember 2002 verabschiedete die *Haager Konferenz für internationales Privatrecht* das sog. Haager Wertpapierübereinkommen (HWpÜ)⁴⁴, das nunmehr von der Schweiz ratifiziert werden soll. (ii) Das *Römer Institut für die Vereinheitlichung des Privatrechts* (Unidroit) verfolgt ein Projekt im Hinblick auf das *materielle* Wertpapierrecht, das im Rahmen der Gesetzgebung zum BEG ebenfalls berücksichtigt wird⁴⁵. (iii) Schliesslich gibt es auch Regelungen⁴⁶ der *Europäischen Union* (v.a. die sog. Finalitätsrichtlinie⁴⁷ sowie die sog. Finanzsicherheitenrichtlinie⁴⁸).

Generell kann gesagt werden, dass bei der Thematik des sog. *Post-Trading* (also: «Clearing» [= Abwicklung] und «Settlement» [= Abrechnung])⁴⁹, um das es hier geht, gerade auch in jüngster Zeit zahlreiche internationale Bemühungen⁵⁰ unternommen werden.

II. Verwahrung sowie Übertragung von Wertpapieren

1. Aktueller Rechtszustand in der Schweiz

a) Grundzüge

Das rechtlich seit 1936 unveränderte sog. *Wertpapier* wird in Art. 965 OR positiv wie folgt umschrieben: «Wertpapier ist [a] jede *Urkunde*, mit der ein Recht [b] derart *verknüpft* ist, dass es *ohne* die Urkunde *weder geltend* gemacht

⁴³ Übersicht in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9325; im Wesentlichen wird eine *Rechtsvereinheitlichung* angestrebt.

⁴⁴ Vgl. dazu hinten II.3.d)hh).

⁴⁵ Details in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9335.

⁴⁶ Hinweise in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9336 ff.

⁴⁷ Hierzu: GIRSBERGER/HESS, Wertpapierübereinkommen, 1003 f.

⁴⁸ Detaillierter: GIRSBERGER/HESS, Wertpapierübereinkommen, 1004 f.

⁴⁹ Allg.: NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 N 220 ff., v.a. N 231 ff.

⁵⁰ Die europäischen Börsen und Wertpapierabwickler haben im Herbst 2006 einen sog. *Verhaltenskodex* für mehr Transparenz (v.a. bei den Kosten), für Interoperabilität und für Wettbewerb im Post-Trading abgeschlossen («European Code of Conduct on Clearing and Settlement»); NZZ Nr. 260 vom 8. November 2006, 31 («EU-Verhaltenskodex zur Trading-Abwicklung – Auch Schweizer Branche beteiligt»); SWX Swiss Exchange, virt-x, SIS SegaInterSettle sowie SIS x-clear sind diesem Verhaltenskodex ebenfalls beigetreten.

noch auf andere übertragen werden kann»⁵¹. Es gilt somit das Motto: «Kein Papier – kein Recht»; diese Verbindung⁵² von Recht und Urkunde ist absolut zentral für das heutige schweizerische Wertpapierrecht⁵³.

Durch diesen «Link»⁵⁴ wurde u.a. die *Mobilisierung von Forderungen* und anderen Rechten möglich – bei Massen-Wertpapieren würde indes der *Rechtsverkehr behindert*, wenn ein «Hin-und-her-Transport» bei der Übertragung von Rechten nötig wäre⁵⁵.

Dem Wertpapier kommen *drei Funktionen* zu⁵⁶, nämlich (i) eine *Legitimationsfunktion*⁵⁷, (ii) eine *Transportfunktion*⁵⁸ sowie eine (iii) *Verkehrsschutzfunktion*⁵⁹. Der aktuelle *materielle Wertpapierbegriff* wird mit dem anstehenden Gesetzesprojekt zwar grundsätzlich *nicht verändert*, nichtsdestotrotz erfolgt ein *erheblicher Eingriff* ins Schweizer Wertpapierrecht⁶⁰.

b) Anwendbares Recht bei Verwahrung von Wertpapieren

In Bezug auf die Verwahrung (und Übertragung) von Wertpapieren gibt es *de lege lata keine Lex Specialis*. Einzelfragen in diesem Zusammenhang wurden bzw. werden auf spezialgesetzlicher Ebene nur, aber immerhin *punktuell* geregelt⁶¹. Im Übrigen gelangen heute (noch) die *allgemeinen Rechtsregeln* ins-

⁵¹ Statt aller: MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 N 1 ff.

⁵² Dieses Konzept lässt sich bereits im *mittelalterlichen Urkundenwesen* nachweisen: MEIER-HAYOZ, Abschied, 386.

⁵³ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9321.

⁵⁴ Details: MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 1 N 22 ff.

⁵⁵ Zur Ausgangslage die Botschaft zum BEG: BBl 2006 9321.

⁵⁶ Übersicht dazu statt aller: ZOBL/LAMBERT, Entmaterialisierung, 131 ff.

⁵⁷ Dies bedeutet, dass der *Besitz am Papier* den Ausweis für die *Geltendmachung des Rechts* darstellt.

⁵⁸ Damit wird ausgesagt, dass die *Übertragung des Besitzes am Papier* die Voraussetzung für die *Übertragung des Rechts* ist.

⁵⁹ Der *Besitz am Papier* gilt als Grundlage für den *Schutz gutgläubiger Erwerber* der Wertpapiere.

⁶⁰ Besonders bedeutsam erscheint die Regulierung zum sog. *Wertrecht*: Vgl. dazu hinten II.1.e).

⁶¹ Beispiele: (i) Art. 2 lit. a BEHG erwähnt erstmals die *Wertrechte*; (ii) Art. 16 und Art. 37d BankG sehen ein *Absonderungsrecht* der Hinterleger für ihre Depotbestände im Konkurs der Depotstelle vor – hierzu: KLEINER, Abschied, 294; URS BERTSCHINGER, Zum neuen bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 und 37b BankG), AJP 1995, 426 ff.

besondere des *Obligationenrechts* einerseits⁶² sowie des *Sachenrechts* andererseits⁶³ zur Anwendung. Ebenfalls keine speziellen Normen enthält das *Internationale Privatrecht* (IPRG)⁶⁴.

M.E. erstaunlicherweise hat die *Schweizer Finanzbranche* eigentlich nie aus Gründen der Rechtssicherheit ein Problem wegen dem Fehlen eines Spezialgesetzes gehabt. Dies dürfte sicherlich nicht zuletzt darauf zurückzuführen sein, dass verschiedene Fragestellungen mittels *professoraler Gutachten* «geklärt» wurden (wenn auch natürlich *nicht hoheitlich*)⁶⁵ – ein Ansatz, der dem Unterzeichner nicht unsympathisch ist.

c) Wertpapiere in Sammelverwahrung

Das Konzept der sog. *Sammelverwahrung* von Wertpapieren wurde bereits in den Jahren 1963 sowie 1969 gutachterlich «abgesichert, und zwar durch PETER LIVER. Basierend auf diesem Modell geht die Lehre heute davon aus, dass die Anleger ein sog. *modifiziertes und labiles Miteigentum* – teils auch als «Miteigentum sui generis» bezeichnet⁶⁶ – an den sammelverwahrten Wertpapieren haben⁶⁷.

Die rechtliche Basis der Sammelverwahrung findet sich heute sowohl im Obligationenrecht (z.B. Art. 484 Abs. 1 OR) als auch im Sachenrecht (z.B. Art. 920 ZGB): Bei der Sammelverwahrung entstehen *gestufte Besitzesverhältnisse*, d.h. der Anleger als Hinterleger *verliert* den *unmittelbaren* Besitz am Wertpapier; die *Übertragung* des Besitzes (und damit z.B. des Eigentums) am Wertpapier erfolgt durch *Besitzanweisung* gemäss Art. 924 ZGB⁶⁸ an den unmittelbaren Besitzer, der danach einer *anderen* Person den *Besitz* vermittelt.

⁶² Für die *Verwahrung* von Wertpapieren stehen in erster Linie die OR-Regelungen zum *Hinterlegungsvertrag* (Art. 472 ff. OR) sowie zum *Auftrag* (Art. 394 ff. OR) im Vordergrund.

⁶³ Für die *Übertragung* von Wertpapieren kann insbesondere auf das Besitzrecht und dabei auf die sog. *Besitzanweisung* (Art. 924 ZGB) verwiesen werden.

⁶⁴ Eine Übersicht findet sich etwa in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9330 f.

⁶⁵ Namentlich erwähnt werden PETER LIVER, PETER FORSTMOSER sowie ROBERT PATRY in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9326 sowie 9328.

⁶⁶ MEIER-HAYOZ, Abschied, 393.

⁶⁷ Beispielsweise kann jeder Hinterleger *unabhängig* von den anderen Hinterlegern *seinen Anteil jederzeit herausverlangen*; damit wird indes das sachenrechtliche *Prinzip des Numerus Clausus dinglicher Rechte* mindestens relativiert – kritisch unter diesem Aspekt: MEIER-HAYOZ, Abschied, 393.

⁶⁸ Die Besitzanweisung ist das auslösende Moment und *nicht* etwa die *Verbuchung*, der bloss *deklaratorische* Bedeutung zukommt – hierzu die Botschaft zum BEG: BBl 2006 9327.

Grundvoraussetzung für die Sammelverwahrung ist, dass die Wertpapiere unter sich «austauschbar» bzw. *vertretbar* sind. Keine Probleme ergeben sich in diesem Zusammenhang bei (i) den *Inhaberpapieren*; bei (ii) den *Namenspapieren* und (iii) den *Ordrepapieren* müssen aber *Blankozessionen* bzw. *Blankoindossamente* vorliegen, damit sie fungibel sind⁶⁹.

d) Wertpapiere in Globalurkunde

Das (Miteigentums-)Konzept bei der sog. *Globalurkunde* – ebenfalls professoral «abgesichert»⁷⁰ – entspricht im Wesentlichen dem Konzept bei der Sammelverwahrung⁷¹; immerhin bezieht sich der Miteigentumsanteil des Anlegers je nach konkreter Mediatisierung auf ein *unterschiedliches Objekt*, nämlich bei der Globalurkunde auf eine *Einzelsache* und bei der Sammelverwahrung auf eine *Mehrzahl* von Wertpapieren.

Die Botschaft zum BEG stellt *de lege lata* fest: «Auch das System der Globalurkunde beruht auf einem *sachenrechtlichen* Konzept, da wenigstens noch *ein Papier besteht*. Die Anlegerinnen und Anleger haben *Miteigentum* am Gesamtbestand der in der Urkunde verbrieften Rechte, und zwar im Verhältnis der von ihnen gehaltenen Anzahl Rechte zum Gesamtbestand»⁷². Die Übertragung von in Globalurkunden enthaltenen Wertpapieren erfolgt ebenfalls durch *Besitzanweisung* im Sinne von Art. 924 ZGB.

e) Wertrechte

Über *Wertrechte* wird in der Schweiz – sowie im Ausland – schon lange diskutiert und geschrieben⁷³. Positivrechtlich umschreibt erstmalig Art. 2 lit. a BEHG die Wertrechte als «nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion [wie Wertpapiere]», d.h. es handelt sich um eine *vollständige Loslösung* des Rechts von der Urkunde – mit gutem Grund wird deshalb von einer eigentlichen *Entmaterialisierung* ausgegangen⁷⁴.

⁶⁹ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 25 N 16.

⁷⁰ Zwei Gutachten von ROBERT PATRY aus dem Jahre 1985 und ein Gutachten von PETER FORSTMOSER aus dem Jahre 1986.

⁷¹ Vgl. dazu vorne II.1.c).

⁷² BBl 2006 9328; Hervorhebungen hinzugefügt.

⁷³ Grundlegend: BRUNNER, Wertrechte, 1 ff.

⁷⁴ Der *materielle Gehalt* dieser Norm im Börsenrecht blieb bis heute *unklar*: HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 7; BRUNNER, Wertrechte, 191 ff.

Mangels «Papier» fehlt dem Wertrecht die Sachqualität, so dass ihm *kein dinglicher* Charakter zukommt. Vielmehr handelt es sich beim Wertrecht um ein *obligatorisches* Recht:

Konsequenterweise⁷⁵ erfolgt (i) die *Übertragung* nach Zessionsrecht (Art. 164 ff. OR) und (ii) die *Verpfändung* nach den Regeln der Forderungsverpfändung (Art. 899 f. ZGB) – die «Verkehrsfähigkeit» wird insofern bei Wertrechten relativiert, dass nach h.M. beispielsweise ein *schriftlicher Abtretungsvertrag* gemäss Art. 165 Abs. 1 OR sowie ein *schriftlicher Pfandvertrag* gemäss Art. 900 Abs. 1 ZGB erforderlich sind.

2. Zum Revisionsbedarf

a) Mängel des schweizerischen Rechts

Ein Revisionsbedarf dürfte m.E. heute *rechtspolitisch ausgewiesen* sein⁷⁶ – deziert: «Die Arbeitsgruppe bejaht einstimmig und ohne Vorbehalt die Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung des materiellen Rechts der mediatisierten Wertpapierverwahrung»⁷⁷.

Das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) hat darauf hingewiesen, dass das Wertpapierrecht seit 1936 unverändert ist, und dass die Entwicklungen betreffend Verwahrung bzw. Verwaltung in der Zwischenzeit weit fortgeschritten sind (gerade im internationalen Verhältnis)⁷⁸; Genauerer wird erst im Verlauf des Gesetzgebungsprozesses klar⁷⁹.

Als wohl zentralstes Argument für ein Spezialgesetz wird die *fehlende Rechtssicherheit* bzw. das *Erfordernis für Klarheit im Rechtsverkehr* erwähnt⁸⁰.

⁷⁵ Auf eine *Minderheitsmeinung* in der Doktrin, die von einer *Gesetzeslücke* ausgeht, weist – fast ein wenig bedauernd – die Botschaft zum BEG: BBl 2006 9328 hin.

⁷⁶ Bereits vor mehr als 20 Jahren etwa: MEIER-HAYOZ, Abschied, 398 («Hier muss auch einer, der der heutigen Gesetzesproduktion kritisch gegenübersteht, nach dem *Gesetzgeber* rufen. Nur durch Gesetz und nicht durch selbstgeschaffenes Recht der Wirtschaft kann die Umstellung vom einen zum anderen Publizitätsmittel vollzogen werden, *vom Schutz des Vertrauens auf den Besitz einer Urkunde zum Schutz des Vertrauens auf Eintragungen und Buchungen* – Hervorhebungen im Original»); zudem: EIGENMANN, Projet, 105 («urgente») – mit verschiedenen Argumenten insbesondere die Botschaft zum BEG: BBl 2006 9331 f.

⁷⁷ Bericht Arbeitsgruppe BEG: 30.

⁷⁸ In diesem Sinne insbesondere eine Mitteilung des EFD vom 15. November 2006: <www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00579/00607/00629/index.html?lang>.

⁷⁹ Vgl. dazu hinten II.3.b).

⁸⁰ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9331.

Zudem wird dem rechtlichen Status quo mangelnde Effizienz (und damit überflüssige Kosten) vorgeworfen, gerade im Hinblick auf die immer wichtiger werdenden *Wertrechte*: nach h.M. untersteht deren Übertragung nämlich *zessionsrechtlichen* Grundsätzen⁸¹, was verschiedene (kostenintensive) Schriftlichkeitserfordernisse mit sich bringt und den Gutgläubensschutz in Frage stellt⁸². Was etwas erstaunen muss:

Die *Schweizer Finanzbranche* hat sich nichtsdestotrotz längere Zeit eher *gegen* eine Spezialgesetzgebung in diesem Bereich ausgesprochen⁸³ – anscheinend genügte die durch allgemeine Rechtsgrundsätze sowie durch professorale Gutachten vermittelte Rechtssicherheit⁸⁴, und die Kosten wurden als keine übermässige Bürde betrachtet. Diese frühere Einschätzung hat sich in jüngster Zeit geändert, und die schweizerische Finanzindustrie war und ist nunmehr *aktiv involviert* in das Verfahren der Gesetzgebung für ein BEG⁸⁵.

b) Anpassungen im internationalen Kontext

Mit dem BEG will sich die Schweiz nicht zuletzt im *internationalen Kontext anpassen*; die «Rechtssicherheit im internationalen Verhältnis» wird konsequenterweise als ein Oberziel des Gesetzes bezeichnet (Art. 1 Abs. 2 E BEG)⁸⁶. Im *Verkehr mit dem Ausland* wurde es seit einiger Zeit immer schwieriger, den *Spezialfall Schweiz* zu erklären – insofern dürfte das BEG die Kommunikation erleichtern. Ein Umdenken fand wohl auch durch das aktive Involviertsein der Schweiz in die *Verhandlungen zum HWpÜ* statt.

Im Ausland haben die *meisten (europäischen) Staaten* – z.B. Frankreich, die skandinavischen Staaten, Luxemburg oder Belgien – in den letzten Jahren *spezialgesetzliche Regelungen* zur Entmaterialisierung der Wertpapiere einerseits sowie zur mediatisierten Wertpapieraufbewahrung andererseits eingeführt⁸⁷ (zudem bestehen verschiedene internationale Initiativen in diesem Zusammenhang)⁸⁸; insofern geht es sicherlich beim BEG m.E. nicht zuletzt auch um eine *opportunistische Anpassung* des Schweizer Rechts.

⁸¹ Vgl. dazu vorne II.1.e).

⁸² Hierzu die Botschaft zum BEG: BBl 2006 9331 f.

⁸³ Hinweise in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9325 f.

⁸⁴ Vgl. dazu vorne II.1.b).

⁸⁵ Vgl. dazu hinten II.3.b).

⁸⁶ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9343.

⁸⁷ Detailliert die Botschaft zum BEG: BBl 2006 9333 ff.

⁸⁸ Vgl. dazu vorne I.2.b).

3. Künftiger Rechtszustand – das Bucheffektengesetz (BEG)

a) Wirtschafts- bzw. Finanzmarktrecht im steten legislativen Wandel

Die *Wirtschaftsjuristen* werden in der Schweiz *seit den 1990er Jahren* mit erheblichen legislativen Aktivitäten konfrontiert. Stand lange Zeit in erster Linie das *Gesellschaftsrecht* (z.B. neues GmbH-Recht, neues Revisionsrecht)⁸⁹ im Vordergrund des wirtschaftsrechtlichen Gesetzgebungsprozesses, verlagert sich nunmehr das gesetzgeberische Interesse in jüngster Zeit offensichtlich auf das *Finanzmarktrecht*:

Nebst erledigten oder pendenten *Teilrevisionen* im Finanzmarktrecht⁹⁰ wurden und werden auch immer wieder *finanzmarktrechtliche Spezialgesetze* verabschiedet bzw. zur Diskussion gestellt, nämlich beispielsweise das (i) *Revisionsaufsichtsgesetz* (RAG)⁹¹, das (ii) *Kollektivanlagengesetz* (KAG)⁹², das (iii) *Finanzmarktaufsichtsgesetz* (FinmaG)⁹³ und nun eben neu noch das (iv) *Bucheffektengesetz* (BEG).

M.E. ist eine *Prognose* für die Zukunftsentwicklung in der Schweiz ohne Risiko zu machen: die Nachfrage aus der Finanzbranche nach *gut ausgebildeten Juristen* wird in den nächsten Jahren nicht nur nicht abnehmen, sondern ohne Zweifel ganz erheblich zunehmen – wer eine langfristige und relativ sichere «*Job-Perspektive*» sucht, sollte sich (vermehrt) dem Wirtschaftsrecht im Allgemeinen und dem Finanzmarktrecht im Besonderen zuwenden.

b) Gesetzgebungsverfahren zum BEG

Eine *Spezialität* der Legiferierung zum BEG – ein «ehrgeiziger Versuch zur Verbesserung der zivilrechtlichen Rahmenbedingungen des Finanzplatzes Schweiz»⁹⁴ – liegt darin, dass die gesetzgeberischen Mühlen erst auf *privaten Anschub* hin zu mahlen begannen: Im *Jahre 2001* setzten nämlich die *Schwei-*

⁸⁹ Übersicht: PETER V. KUNZ, *Permanenter Umbruch im Gesellschaftsrecht – Eine Übersicht zu den legislativen Sturmböen seit 1991*, SJZ 102 (2006) 145 ff.: <www.iwr.unibe.ch/lenya/iwr/live/forschung/publikationenkunz/SJZ_102_2006_145_155_pvk.pdf>.

⁹⁰ Zu erwähnen ist beispielsweise die Revision von Art. 20 BEHG im Hinblick auf den meldepflichtigen Grenzwert bei kotierten Beteiligungspapieren.

⁹¹ Hierzu: <www.admin.ch/ch/d/ff/2005/7349.pdf>; <www.admin.ch/ch/d/sr/9/935.71.de.pdf>; <www.admin.ch/ch/d/ff/2004/3969.pdf>.

⁹² Hierzu: <www.admin.ch/ch/d/sr/9/951.31.de.pdf>; <www.admin.ch/ch/d/ff/2005/6395.pdf>.

⁹³ Hierzu: <www.admin.ch/ch/d/ff/2006/2917.pdf>; <www.admin.ch/ch/d/ff/2006/2829.pdf>.

⁹⁴ AMMANN, *Bucheffektengesetz*, 525.

zerische Bankiervereinigung und die SIS eine private Arbeitsgruppe ein, die einen «Vorentwurf» für ein «Bundesgesetz über die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren und Bucheffekten» (WVG)⁹⁵ erarbeitete⁹⁶ und in der Folge dem EFD «zur weiteren Bearbeitung»⁹⁷ unterbreitete.

Das EFD setzte im *Jahre 2003* eine technische Arbeitsgruppe ein, die schliesslich im *Jahre 2004* ihren Bericht vorlegte. Der Bericht⁹⁸ ging *nicht* in eine *formelle Vernehmlassung*, sondern «wurde einem ausgewählten Kreis von 25 interessierten Personen, Verbänden, Institutionen und ausländischen Marktorganisationen zur Anhörung unterbreitet»⁹⁹.

Am 15. November 2006 publizierte der Bundesrat die *Botschaft* zum BEG¹⁰⁰ – notabene eine hervorragende Arbeit, die zur Lektüre empfohlen sei; mit dieser Botschaft wurde nicht nur der *Entwurf* zum BEG¹⁰¹ vorgelegt, sondern des Weiteren das *Haager Wertpapierübereinkommen* (HWpÜ) vom 5. Juli 2006¹⁰². Die Botschaft zum BEG und der Entwurf dürften, soweit heute absehbar, im *Sommer 2007* in der vorberatenden Kommission des Ständerates zur Debatte stehen – ob das Gesetzgebungsprojekt noch im *Jahre 2007* ins Parlament kommt oder nicht, steht im heutigen Zeitpunkt nicht fest; die Verabschiedung sollte aber spätestens im *Jahre 2008* stattfinden.

⁹⁵ Detailliert: VON DER CRONE/KESSLER/GERSBACH, Entwurf, 135 ff.; des Weiteren: THEVENOZ, *saut*, 695 f.

⁹⁶ Die Arbeiten basierten auf einem Entwurf von HANS CASPAR VON DER CRONE: VON DER CRONE/KESSLER/GERSBACH, Entwurf, 137.

⁹⁷ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9337.

⁹⁸ Bericht Arbeitsgruppe BEG: 1 ff.

⁹⁹ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9338; eine interessante Stellungnahme der SBVg findet sich publiziert wie folgt: <www.swissbanking.org/vernehtml-bucheffektenge-050228-beilage.pdf>.

¹⁰⁰ Hierzu: <www.admin.ch/ch/d/ff/2006/9315.pdf>; die Botschaft zum BEG hat gegenüber dem Bericht Arbeitsgruppe BEG keine grösseren Änderungen vorgenommen.

¹⁰¹ Hierzu: <www.admin.ch/ch/d/ff/2006/9421.pdf>.

¹⁰² Vgl. dazu hinten: II.3.d)hh). Zum HWpÜ statt aller: GIRSBERGER/HESS, Wertpapierübereinkommen, 992 ff.

c) Grundkonzept des Entwurfs zum BEG

aa) *Bucheffekten als Vermögensobjekt sui generis*

Das BEG bildet m.E. einen zentralen Teil der *Finanzplatz-Infrastruktur* der Schweiz¹⁰³ – und wenig überraschend wird dem Gesetzgebungsprojekt denn auch eine *strategische Bedeutung* zugemessen¹⁰⁴. Anders als im geltenden Recht¹⁰⁵ basiert das BEG *nicht* mehr auf einer *Miteigentumskonstruktion*, d.h. die Ansprüche beispielsweise der Anleger ergeben sich nicht aus dem Sachenrecht und nicht aus dem Obligationenrecht, sondern *ausschliesslich* aus dem BEG¹⁰⁶. Das Gesetz wird deshalb mit der sog. *Bucheffekte* (Art. 3 E BEG) ein neues *Vermögensobjekt sui generis* einführen¹⁰⁷.

Die Bucheffekte, die alle *funktionellen* Eigenschaften eines Wertpapiers aufweist, ist eine Art von *Hybrid* zwischen Sache und Forderung. Sozusagen «underlying» für die Bucheffekte sind (i) *Wertpapiere* in Sammelverwahrung oder (ii) *Globalurkunden* oder (iii) *Wertrechte*. Zur *Kreation* einer Bucheffekte braucht es *zwei Schritte* (Art. 6 Abs. 1 E BEG):

Einerseits werden insbesondere Wertpapiere durch eines der drei Konzepte¹⁰⁸ *immobilisiert* (z.B. werden Aktien zur Sammelverwahrung eingeliefert)¹⁰⁹, andererseits erfolgt zugunsten des berechtigten Anlegers eine *Registrierung im Effektenkonto* bei der Verwahrungsstelle¹¹⁰. Mit diesen zwei Schritten wird also die «*Buchexistenz*» der Bucheffekte geschaffen und im An-

¹⁰³ Gl.M. bereits: HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 3; RICKENBACHER, Wertpapierverwahrungsgesetz, 33.

¹⁰⁴ In diesem Sinne: AMMANN, Bucheffektengesetz, 525; RICKENBACHER, Wertpapierverwahrungsgesetz, 33.

¹⁰⁵ Vgl. dazu vorne II.1.b).

¹⁰⁶ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9342; Hervorhebungen hinzugefügt: «Regelt das BEG eine Frage nicht oder nicht vollständig, so ist die Lösung unter Beachtung des in Artikel 1 [E BEG] festgelegten Regelungszwecks aus der Systematik des Gesetzes heraus zu suchen, nicht durch Rückgriff auf das Sachenrecht des ZGB (im Fall von Wertpapieren und Globalurkunden) oder das Schuldrecht des OR (im Falle von Wertrechten).»

¹⁰⁷ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9339.

¹⁰⁸ Künftig werden die Sammelverwahrungen, die Globalurkunden sowie die Wertrechte spezifisch geregelt in Art. 973a ff. OR.

¹⁰⁹ Konkret heisst dies, dass eine Hinterlegung von (i) Wertpapieren oder einer (ii) Globalurkunde bei einer Verwahrungsstelle oder bei (iii) Wertrechten eine Eintragung im Hauptregister einer Verwahrungsstelle erfolgen muss.

¹¹⁰ Dies bedeutet, dass im Effektenkonto des Kontoinhabers (= erwerbender Anleger) eine Gutschrift vorzunehmen ist.

schluss kann darüber *buchmässig verfügt* werden¹¹¹, ohne dass eine physische Bewegung der «underlyings» – oder eine Besitzanweisung – erforderlich ist.

bb) System der Verfügung durch Buch- bzw. Kontoeintragung

Für die *Übertragung dinglicher Rechte* – sei es des Eigentums oder beschränkter dinglicher Rechte (z.B. eines Pfandrechts) – bedarf es nebst einem sog. *Verpflichtungsgeschäft* ebenfalls eines sog. *Verfügungsgeschäfts*. In Bezug auf Bucheffekten als Vermögensobjekte gibt es keine Besonderheiten beim *Verpflichtungsgeschäft*, sehr wohl aber beim *Verfügungsgeschäft*, indem nämlich die *Einräumung einer dinglichen Rechtsposition* (z.B. Eigentümerstellung oder Nutzniessung) *buchmässig erfolgt*¹¹².

Für (i) die «*erwerbende*» Partei der Bucheffekten bedeutet dies, dass sie eine *Gutschrift* in ihrem Effektenkonto bei der Verwahrungsstelle erhält, während (ii) die «*übertragende*» Partei eine entsprechende kontomässige *Belastung* bekommt¹¹³. Rechtlich massgeblich ist m.a.W. die *Kontobewegung* im Effektenkonto der Verwahrungsstelle, die im Übrigen *konstitutiv* für die Transaktion ist.

Eine *legislative Revolution* wird dadurch *nicht* ausgelöst: «Die Vorstellung, dass Wertpapiere nicht durch die Übergabe des Titels, sondern durch die Eintragung in ein Register übertragen und allenfalls verpfändet werden, ist in seinem *konzeptionellen Ansatz* unserer Rechtsordnung *nicht fremd*. Seit beinahe hundert Jahren sieht das ZGB vor, dass dingliche Rechte an *Grundstücken* durch *Eintragung in das Grundbuch* zustande kommen. (...) Das Funktionieren dieses Systems steht heute ausser Frage, es hat sich bestens bewährt»¹¹⁴.

¹¹¹ Vgl. dazu hinten II.3.d)ff).

¹¹² Einerseits braucht es eine Gutschrift im Effektenkonto (Art. 24 Abs. 1 lit. b E BEG), andererseits ist aber zusätzlich eine Weisung des Kontoinhabers (Art. 24 Abs. 1 lit. a E BEG) zur Übertragung der Bucheffekte unerlässlich.

¹¹³ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9339 f.

¹¹⁴ SCHMID-TSCHIRREN, Bucheffekten, 193; Hervorhebungen hinzugefügt.

d) Ausgewählte Details des Entwurfs zum BEG

aa) *Gegenstand sowie Geltungsbereich*

Das BEG schreibt – anders als zahlreiche ausländische Rechtsordnungen (z.B. in Frankreich) – *nicht* vor, dass die Wertpapierverwahrung durch *Verwahrungsstellen* zwingend ist¹¹⁵, d.h. der Anleger kann durchaus eine Verwahrung seiner Wertpapiere in einem *Einzeldepot* (bei einer Bank) oder durch eine *Nicht-Verwahrungsstelle* vorsehen. Insofern kann die Anwendbarkeit des BEG in Zukunft durchaus limitiert werden – das BEG ist m.a.W. in diesen Fällen überhaupt *nicht* anwendbar¹¹⁶.

Das BEG soll u.a. den *Schutz der Eigentumsrechte* der Anleger gewährleisten (Art. 1 Abs. 1 E BEG)¹¹⁷. Auf seine Fahne schreibt sich das BEG programmatisch¹¹⁸ die «Rechtssicherheit im internationalen Verhältnis», die «effiziente Abwicklung von Effektengeschäften» sowie die «Stabilität des Finanzsystems» (Art. 1 Abs. 1 E BEG)¹¹⁹.

Die Geltungsbereiche des BEG werden durch die drei Systembegriffe «*Bucheffekten*», «*Verwahrungsstellen*» sowie «*Effektenkonto*» limitiert¹²⁰:

Beim (i) *sachlichen* Geltungsbereich wird vorausgesetzt, dass es überhaupt um *Bucheffekten* geht (Art. 2 Abs. 1 E BEG)¹²¹ – z.B. genügen also «normale» Wertpapiere nicht. In Bezug auf den (ii) *persönlichen* Geltungsbereich des

¹¹⁵ Sog. offene Architektur (Botschaft zum BEG: BBl 2006 9340).

¹¹⁶ Das Gesetzesprojekt geht m.a.W. von einer «offenen Architektur» aus: HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 12, d.h. es besteht kein Zwang zur mediatisierten Verwahrung durch Finanzintermediäre.

¹¹⁷ Es kann durchaus die Frage gestellt werden, ob mit dem BEG die Eigentumsgarantie verletzt wird oder nicht, wird doch die Rechtsstellung der Anleger nicht mehr über ihr (Mit-)Eigentumsrecht, sondern über ein Recht sui generis definiert, und ausserdem ist der Investor auf die Mitwirkung der Verwahrungsstelle bei der Rechtsausübung angewiesen; die Botschaft zum BEG kommt bei der Prüfung der Verfassungsmässigkeit aber zur Schluss, es stehe «ausser Frage, dass der Entwurf [E BEG] die dem Bundesgesetzgeber durch die Eigentumsgarantie gesetzten Schranken einhält» (BBl 2006 9414).

¹¹⁸ Die Botschaft zum BEG scheint aber sogar noch weiter zu gehen als bloss eine programmatische Aussage zu machen, was m.E. rechtlich heikel ist: vgl. dazu hinten III.3.

¹¹⁹ In diesem Zusammenhang wird gemäss Botschaft zum BEG: BBl 2006 9343 besonders die internationale Komponente betont.

¹²⁰ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9343 («Das BEG findet mit anderen Worten nur dann Anwendung, wenn [i] Bucheffekten einem [ii] Effektenkonto gutgeschrieben sind, welches durch eine [iii] Verwahrungsstelle geführt wird»).

¹²¹ Vgl. dazu hinten II.3.d)bb).

BEG soll das neue Gesetz nur, aber immerhin anwendbar sein, wenn die Hinterlegung bei einer *Verwahrungsstelle* erfolgt (Art. 2 Abs. 1 E BEG)¹²², d.h. das BEG gelangt z.B. *nicht* zur Anwendung, «wenn Wertpapiere durch andere Personen als Verwahrungsstellen verwahrt werden»¹²³.

bb) Bucheffekten

Die sog. *Bucheffekte* – der zentrale Systembegriff¹²⁴ des BEG – ist ein Vermögensobjekt *sui generis*¹²⁵. Es braucht a priori immer eine der drei Varianten eines «underlying» für die Bucheffekte (also: Wertpapiere in *Sammelverwahrung* oder *Globalurkunden* oder *Wertrechte*)¹²⁶; die Bucheffekte ermöglicht dann eine einheitliche Regelung der Rechtszuständigkeit der Anleger, und zwar unabhängig davon, um welchen «underlying» es im konkreten Fall geht.

Das Gesetz definiert die Bucheffekten als (i) *vertretbare* bzw. fungible (ii) *Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte* gegenüber dem Emittenten¹²⁷, die (iii) einem *Effektenkonto* (bei einer Verwahrungsstelle) gutgeschrieben sind (Art. 3 Abs. 1 E BEG) – was ein Effektenkonto ist, wird im Gesetz indes nicht umschrieben¹²⁸; fest steht nur, aber immerhin, dass die Gutschrift im Effektenkonto *konstitutiv* wirkt¹²⁹, und zwar sowohl für die Entstehung der Bucheffekte (Art. 6 E BEG) als auch für die Verfügung (Art. 24 E BEG) darüber.

¹²² Vgl. dazu hinten II.3.d)cc). Dieser Vorschlag erklärt sich gemäss Botschaft zum BEG wie folgt: «Dies [d.h. die Beschränkung auf die Verwahrungsstellen] rechtfertigt sich mit Rücksicht auf die zentrale Bedeutung des Bucheintrags im Übertragungsvorgang: Das BEG macht den Übergang des Eigentums und die Begründung von beschränkten dinglichen Rechten an Bucheffekten vom Eintrag in private Bücher abhängig. Das ist nur möglich, wenn diese Bücher hohe Gewähr für Richtigkeit und Zuverlässigkeit bieten. Bei Verwahrungsstellen, die der Aufsicht und Regulierung unterliegen, ist dies der Fall» (BBl 2006 9340).

¹²³ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9340 – das BEG kommt also z.B. nicht zur Anwendung, wenn der Anleger die Wertpapiere «zu Hause oder in einem geschlossenen Depot» aufbewahrt (a.a.O. 9343), oder bei einer Emittentenverwahrung (a.a.O. 9344).

¹²⁴ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9344.

¹²⁵ Vgl. dazu vorne II.3.c)aa).

¹²⁶ Diese Voraussetzung ergibt sich nicht aus Art. 3 E BEG (Definition der Bucheffekten), sondern aus Art. 6 E BEG (Entstehung der Bucheffekten).

¹²⁷ Beispiele: Anlehensobligationen (= Forderungsrechte); Aktien (= Mitgliedschaftsrechte).

¹²⁸ Gemeint ist das von der Verwahrungsstelle geführte Konto, in dem die Bucheffekten gutgeschrieben oder belastet werden (d.h. gemäss Bankpraxis das Depot bzw. das Depotkonto) – Botschaft zum BEG: BBl 2006 9343.

¹²⁹ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9345.

Die Bucheffekten *entstehen* gemäss Art. 6 E BEG in zwei Schritten: Einerseits brauchte es für die Begründung von Bucheffekten die *physische Einlieferung* von (a) Wertpapieren zur Sammelverwahrung oder von (b) Globalurkunden bei einer Verwahrungsstelle («Hinterlegung»)¹³⁰ bzw. die *Registrierung* von (c) Wertrechten im Hauptregister¹³¹ einer Verwahrungsstelle («Eintragung»)¹³²; andererseits wird – und zwar eben unbeschrieben des konkreten «underlying» – eine *Eintragung im Effektenkonto* des Anlegers bei einer Verwahrungsstelle («Gutschrift»)¹³³ benötigt.

Mit der Entstehung der Bucheffekten kann darüber *nicht mehr sachenrechtlich*, sondern nur noch im Rahmen von Art. 24 ff. BEG verfügt werden¹³⁴.

Die Bucheffekten *gehen unter*, wenn der Kontoinhaber von der Verwahrungsstelle deren *Auslieferung* verlangt (Art. 8 Abs. 1 E BEG)¹³⁵, was er – im Prinzip – jederzeit machen kann¹³⁶. Vorausgesetzt dafür wird nur, aber immerhin, dass entsprechende *Wertpapiere hinterlegt* sind (Art. 8 Abs. 1 lit. a E BEG), und dass ein *Anspruch auf Verbriefung* besteht (Art. 8 Abs. 1 lit. b E BEG) – das Recht, die Auslieferung physischer Wertpapiere zu verlangen, ergibt sich aus Art. 7 Abs. 2 E BEG, d.h. es muss entweder in den Ausgabe- bzw. *Emissionsbedingungen* oder aber in den *Gesellschaftsstatuten* des Emittenten vorgesehen sein.

¹³⁰ Art. 6 Abs. 1 lit. a/lit. b E BEG; damit verbunden ist eine Besitzübertragung (Art. 922 Abs. 1 ZGB).

¹³¹ Das Hauptregister ist nicht zu verwechseln mit dem Effektenkonto – es handelt sich um unterschiedliche Themen (z.B. ergibt sich die Rechtszuständigkeit der Anleger ausschliesslich aus dem Effektenkonto); Hinweise in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9349; zudem: STEINER/BÜCHI, Wertrecht, 75.

¹³² Art. 6 Abs. 1 lit. c E BEG; mangels physischer Existenz der Wertrechte ist keine Besitzübertragung möglich.

¹³³ Art. 6 Abs. 1 lit. a – lit. c E BEG.

¹³⁴ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9349 («[Die] sachenrechtliche Beziehung der Anlegerin oder des Anlegers zu den bei einer Verwahrungsstelle eingelieferten Wertpapieren und Globalurkunden während der Dauer der mediatisierten Verwahrung [ist] suspendiert. Erst im Falle einer Auslieferung (Art. 8) lebt sie wieder auf»; Hervorhebungen hinzugefügt).

¹³⁵ Die Bestimmung regelt Wertrechte nicht, doch kann auf diesen «underlying» die Regelung analog angewendet werden: STEINER/BÜCHI, Wertrecht, 77 f.

¹³⁶ Die Verwahrungsstelle hat sicherzustellen, dass keine Duplizierung von Effekten geschieht, d.h. die Auslieferung darf erst erfolgen, nachdem das Effektenkonto entsprechend belastet («abgebucht») wurde: Art. 8 Abs. 3 E BEG.

cc) *Verwahrungsstelle*

Die Effektenkonten für die Bucheffekten werden bei den *Verwahrungsstellen* geführt (Art. 4 Abs. 1 E BEG). Das Gesetz regelt *abschliessend*, wer überhaupt als Verwahrungsstelle qualifiziert wird (Art. 4 Abs. 2 E BEG) – beispielsweise die (i) *Banken* im Sinne des BankG, die (ii) *Effekthändler* gemäss BEHG, die (iii) *Fondsleitungen* im Rahmen des Kollektivanlagerechts, die (iv) *Schweizerische Nationalbank* sowie die (v) *Schweizer Post*; nicht erwähnte Finanzintermediäre – z.B. Versicherungen¹³⁷ – gehören nicht dazu.

Die Verwahrungsstellen im Sinne des BEG unterstehen der *Aufsicht* sowie der *Regulierung* durch die Behörden¹³⁸. Interessanter- und m.E. bedauerlicherweise wird aber die Aufsichtsthematik *nicht unmittelbar im BEG* geregelt, d.h. die Aufsicht gemäss BEG ist bloss mittelbar geregelt, und die anwendbaren *Spezialgesetze* betreffend die Verwahrungsstellen (z.B. das BankG, das BEHG sowie das KAG) umschreiben die Aufsicht¹³⁹.

dd) *Rechte der Kontoinhaber*

Die sog. *Rechte der Anleger* gegenüber dem *Emittenten* – z.B. die Zinsforderung aus einer Wandelobligation oder das Stimmrecht aus Aktien – bleiben durch das *BEG unberührt* (Art. 13 Abs. 1 E BEG); dies hat konkrete Folgen:

«Das heisst insbesondere, dass Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte nicht in entsprechende Rechte gegen die Verwahrungsstelle umgedeutet werden. Die Verwahrungsstelle vermittelt diese Rechte bloss, sie ist aber nicht selber Rechtsträgerin. Weil das Gesetz eine direkte Rechtsbeziehung zwischen Anlegerin oder Anleger und Emittentin anerkennt, besteht auch ohne weiteres die Möglichkeit einer Verrechnung in diesem Verhältnis, sofern die Voraussetzungen nach Artikel 120 ff. OR erfüllt sind»¹⁴⁰.

Die sog. *Rechte an Bucheffekten* (nicht: die sog. Rechte *aus* Bucheffekten¹⁴¹) kann der Anleger ausschliesslich über die Verwahrungsstelle ausüben (Art. 13 Abs. 2 E BEG). Im Hinblick auf die *Verfügung* über Bucheffekten¹⁴²

¹³⁷ Ausdrücklich die Botschaft zum BEG: BBl 2006 9346.

¹³⁸ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9340 sowie 9345.

¹³⁹ Ist z.B. eine Bank als Verwahrungsstelle tätig, muss das Bankrecht beachtet werden; sollte z.B. eine Fondsleitung die Wertpapiere verwahren, ist das Kollektivanlagenrecht massgeblich.

¹⁴⁰ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9357.

¹⁴¹ Die Rechte aus Bucheffekten (z.B. die Auszahlungen von Dividenden oder Zinsen, die Ausübung von Bezugsrechten) basieren auf dem Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Emittent.

¹⁴² Vgl. dazu hinten II.3.d)ff).

braucht es gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. a BEG i.V.m. Art. 15 Abs. 1 BEG eine sog. *Weisung* des Kontoinhabers an die Verwahrungsstelle, wobei diese «weder das Recht noch die Pflicht [hat], den Rechtsgrund der Weisung zu überprüfen» (Art. 15 Abs. 2 E BEG).

Der Kontoinhaber kann schliesslich jederzeit von der Verwahrungsstelle einen *Ausweis* über die seinem Effektenkonto gutgeschriebenen Bucheffekten verlangen (Art. 16 Satz 1 E BEG) – z.B. im Hinblick auf seine Legitimation gegenüber dem Emittenten; damit hat er indes (noch) *keine Auslieferung* im Sinne von Art. 8 E BEG¹⁴³ geltend gemacht. Weil die «underlying» der Bucheffekte also weiterhin *immobilisiert* und damit ebenfalls im System der mediatisierten Wertpapierverwahrung verbleiben¹⁴⁴, stellt der Ausweis (z.B. ein Depotauszug) für den Anleger *kein Wertpapier* dar (Art. 16 Satz 2 E BEG)¹⁴⁵.

ee) Rechte der Verwahrungsstelle

Art. 21 E BEG stellt eine *Lex Specialis* betreffend Bucheffekten zum *sachenrechtlichen Retentionsrecht* (Art. 895 ZGB) dar. Die Verwahrungsstellen haben somit spezialgesetzlich einerseits (i) ein sog. *Zurückbehaltungsrecht* sowie andererseits (ii) ein sog. *freihändiges Verwertungsrecht* in Bezug auf die bei ihnen hinterlegten Bucheffekten, und zwar zur Befriedigung ihrer eigenen fälligen Ansprüche gegen die Kontoinhaber aus der Verwahrung¹⁴⁶ der ihnen zustehenden Bucheffekten (Art. 21 Abs. 1 E BEG).

Nicht ex lege wie bei Art. 21 E BEG ergibt sich schliesslich (iii) ein sog. *Nutzungsrecht* der Verwahrungsstelle¹⁴⁷ an den Bucheffekten, das mit den Kontoinhabern vereinbart werden kann (nicht muss)¹⁴⁸; basierend auf einem solchen *vertraglichen Nutzungsrecht* darf die Verwahrungsstelle «im eigenen

¹⁴³ Vgl. dazu vorne II.3.d)bb).

¹⁴⁴ Der Anleger erlangt keinen unmittelbaren Besitz an seinen Wertpapieren.

¹⁴⁵ Es handelt sich bei diesem Ausweis nur, aber immerhin um ein Beweismittel, der indes «für die Geltendmachung des aus Bucheffekten fliessenden Rechts keine materielle Bedeutung» hat – Botschaft zum BEG: BBl 2006 9360.

¹⁴⁶ Es bedarf folglich einer Konnexität zwischen der Forderung der Verwahrungsstelle und der retinierten bzw. verwerteten Bucheffekte – beispielsweise will die Verwahrungsstelle damit ihre nicht bezahlten, aber fälligen Depotgebühren sichern bzw. einbringen.

¹⁴⁷ Dieses Nutzungsrecht soll aus Effizienzgründen sowie zur Verbesserung der Liquidität der Märkte eingeführt werden: HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 15.

¹⁴⁸ Der Anleger bzw. Kontoinhaber dürfte m.E. wohl regelmässig ein Entgelt durch die Verwahrungsstelle erwarten und erhalten.

Namen und auf eigene Rechnung (...) verfügen, namentlich die Bucheffekten als Sicherheit» weiter verwenden (Art. 22 Abs. 1 E BEG)¹⁴⁹. Die entsprechende Nutzungsabrede darf sich indes *nicht* aus den *Allgemeinen Geschäftsbedingungen* (AGB) der Verwahrungsstelle ergeben (Art. 22 Abs. 2 E BEG)¹⁵⁰.

ff) Verfügung über Bucheffekten

Die «[w]ichtigste Teilregelung des BEG ist die Verfügung über Bucheffekten»¹⁵¹. Diese Verfügung als Teil der rechtsgeschäftlichen¹⁵² Übertragung von Bucheffekten erfolgt – angesichts der «Buchexistenz» der Bucheffekte wohl wenig überraschend – *buchmässig* bzw. «de compte à compte»¹⁵³, und zwar über «eine Reihe von Buchungen bei verschiedenen Verwahrungsstellen auf verschiedenen Ebenen der Verwahrungspyramide»¹⁵⁴.

Es sind für eine Verfügung über Bucheffekten im Hinblick auf eine Eigentumsübertragung¹⁵⁵ jeweils *zwei Schritte* zu machen, die *kumulativ* zu erfüllen sind¹⁵⁶:

¹⁴⁹ Im Vordergrund dürfte sicherlich die Wertpapierleihe bzw. das Securities Lending and Borrowing stehen – Botschaft zum BEG: BBl 2006 9366.

¹⁵⁰ Das BEG wird eine Teilkodifikation des schweizerischen AGB-Rechts (zumindest in diesem spezifischen Bereich des Finanzmarktrechts) mit sich bringen; zwei Normen verbieten eine Regelung in den AGB der Verwahrungsstellen: Art. 22 Abs. 2 E BEG (Nutzungsrecht zugunsten der Verwahrungsstelle) sowie Art. 26 Abs. 2 E BEG (Sicherheiten zugunsten der Verwahrungsstelle).

¹⁵¹ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9341.

¹⁵² Übertragungen von Bucheffekten im Rahmen einer Universalsukzession (z.B. durch Tod oder durch Fusion) oder einer Zwangsvollstreckung (z.B. durch Konkurs) werden explizit nicht im BEG geregelt: Art. 24 Abs. 3 E BEG.

¹⁵³ EIGENMANN, *Projet*, 112.

¹⁵⁴ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9341 (Hervorhebungen hinzugefügt); die Buchungen müssen «nicht notwendigerweise sequenziell ablaufen» (a.a.O.).

¹⁵⁵ Sollen Bucheffekten nicht zu Eigentum, sondern zu einem beschränkten dinglichen Recht (sc. Sicherheit oder Nutzniessen) übertragen werden, erfolgt die entsprechende Verfügung entweder wie bei (i) einer eigentlichen Eigentumsübertragung (Art. 24 E BEG) oder aber alternativ durch (ii) eine «Spezialverfügung» gemäss Art. 25 Abs. 1 E BEG: «Eine Sicherheit an Bucheffekten [Abs. 3 re Nutzniessung an Bucheffekten] kann ausser nach Artikel 24 [E BEG] mit Wirkung gegenüber Dritten auch bestellt werden, indem die Kontoinhaberin oder der Kontoinhaber mit der Verwahrungsstelle unwiderruflich vereinbart, dass diese die Weisungen der Sicherungsnehmerin oder des Sicherungsnehmers ohne weitere Zustimmung oder Mitwirkung der Kontoinhaberin oder des Kontoinhabers auszuführen hat» – im Prinzip handelt es sich hierbei m.E. um einen Vertrag zugunsten Dritter; Details in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9369 ff.

¹⁵⁶ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9367.

Einerseits braucht es (i) eine *Weisung* des Kontoinhabers an die Verwahrungsstelle, die Bucheffekte zu übertragen (Art. 24 Abs. 1 lit. a E BEG)¹⁵⁷ – die Verwahrungsstelle darf hierbei den Rechtsgrund der Weisung *nicht überprüfen* (Art. 15 Abs. 2 E BEG), d.h. das *Verfügungsgeschäft* (inklusive Weisung) ist «von der Wirksamkeit des Kausalgeschäfts (Verpflichtungsgeschäft) unabhängig»¹⁵⁸. Andererseits ist (ii) eine *Gutschrift* der Bucheffekte im Effektenkonto des Erwerbers (Art. 24 Abs. 1 lit. b E BEG) erforderlich – hierbei wird von einer konstitutiven Wirkung der Kontogutschrift ausgegangen¹⁵⁹.

gg) *Haftung sowie weitere Themen*

Art. 33 E BEG sieht eine spezifische *Haftungsnorm für die Verwahrungsstellen* vor, und zwar für Schäden, die aus der *Verwahrung oder Übertragung* von Bucheffekten entstanden sind, d.h. es geht um «Teilaspekte der vertraglichen Haftung»¹⁶⁰.

Werden die Bucheffekten befugterweise von einer sog. *Drittverwahrungsstelle* (Legaldefinition: Art. 5 lit. a E BEG) verwahrt, beschränkt sich die Haftung auf gehörige *Wahl, Instruktion und Überwachung* dieser Verwahrungsstelle (Art. 33 Abs. 2 E BEG)¹⁶¹. Die Regelung ist nicht abschliessend; sofern das BEG nichts vorsieht, kommt das OR zur Anwendung¹⁶².

Das neue BEG wird in Zukunft als *Lex Specialis* in zwei besondere «Rechtsgebiete» des Schweizer Rechts eingreifen, nämlich in (i) das *AGB-Recht* einerseits¹⁶³ und in (ii) das *Konzernrecht* andererseits: Bei der *Delegation* der Verwahrung von Wertpapieren an eine *Drittverwahrungsstelle* haftet die Verwahrungsstelle für diese «wie für eigenes Verschulden», wenn beide

¹⁵⁷ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9359 («Die Weisung ist eine einseitige, rechtsgeschäftliche und empfangsbedürftige Willenserklärung der Kontoinhaberin oder des Kontoinhabers an die Verwahrungsstelle, die Bucheffekten auf die Erwerberin oder den Erwerber zu übertragen. Sie ist formlos gültig»; Hervorhebung hinzugefügt); konkret bedeutet die Übertragung einerseits eine «Belastung» beim Veräusserer und eine «Gutschrift» beim Erwerber – jeweils in deren Effektenkonten.

¹⁵⁸ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9359.

¹⁵⁹ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9341.

¹⁶⁰ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9382.

¹⁶¹ Diese Haftungsbeschränkung bei befugter Delegation kommt ebenfalls in anderen Bereichen des schweizerischen Rechts vor – z.B. in Art. 754 Abs. 2 OR (Verantwortlichkeitsrecht bei AG).

¹⁶² Botschaft zum BEG: BBl 2006 9383.

¹⁶³ Vgl. dazu vorne II.3.d)ee).

Verwahrungsstellen zum *gleichen Konzern* gehören bzw. eine «wirtschaftliche Einheit» bilden (Art. 33 Abs. 4 lit. b E BEG)¹⁶⁴.

hh) Exkurs: HWpÜ

Das *Haager Wertpapierübereinkommen* (HWpÜ)¹⁶⁵, bei dessen Erarbeitung die Schweiz eine aktive Rolle gespielt hat, beantwortet Fragen des *anwendbaren Landesrechts* bei *grenzüberschreitenden Sachverhalten*, die heute den Regelfall ausmachen.

Es geht somit um internationalprivatrechtliche bzw. *kollisionsrechtliche* Themen¹⁶⁶. Das HWpÜ soll in diesem Zusammenhang einen wichtigen Beitrag leisten zur «Rechtssicherheit im internationalen Wertpapierverkehr»¹⁶⁷.

Auf das HWpÜ wird im Rahmen dieser Ausführungen *nicht* weiter eingegangen¹⁶⁸. Die Schweiz sowie die USA haben die HWpÜ am 5. Juli 2006 unterzeichnet, doch sie ist völkerrechtlich *noch nicht in Kraft* (es braucht drei ratifizierende Staaten). Durch vom Bundesrat vorgeschlagene *IPRG-Verweisungen* wird die HWpÜ aber schon vor der Ratifikation für die Schweiz rechtsgültig, und zwar als sog. *autonomes Landesrecht*¹⁶⁹.

¹⁶⁴ Im Prinzip wird also eine wirtschaftliche Betrachtungsweise vorgenommen, d.h. der Konzern als solcher betrachtet, wodurch die Privilegierung im Konzernverhältnis wegfällt (Botschaft zum BEG: BBl 2006 9384).

¹⁶⁵ Zum HWpÜ: GIRSBERGER/HESS, Wertpapierübereinkommen, 992 ff.; HOFSTETTER, Bucheffekten, Rz 21 ff.

¹⁶⁶ Beispielsweise löst sich das HWpÜ vom IPR-Ansatz der *Lex-rei-sitae*-Regel; allg.: GIRSBERGER/HESS, Wertpapierübereinkommen, 997 ff.

¹⁶⁷ EFD-Mitteilung: <www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00579/00607/00629/index.html?lang> (S. 2).

¹⁶⁸ Details in der Botschaft zum BEG: BBl 2006 9397 ff., v.a. 9401 ff.; zudem: GIRSBERGER/HESS, Wertpapierübereinkommen, 992 ff.; allg.: ZOBL, Übertragung, 109 ff.

¹⁶⁹ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9399; GIRSBERGER/HESS, Wertpapierübereinkommen, 1008 sehen damit keine besonderen rechtlichen Schwierigkeiten verbunden.

III. Würdigung

1. Techniker-Materie

Das BEG erscheint auf den ersten Blick als wirtschafts- bzw. finanzmarktrechtliche *Rechtsmaterie für Spezialisten* und, wenn offen und ehrlich gesprochen wird, eher als (eventuell etwas gar langweilige) Techniker-Materie¹⁷⁰ – und dies m.E. wohl nicht ganz zu unrecht. Die Rechtsfragen sind ohne Zweifel indes hinsichtlich sowohl Konzept als auch Einzelfragen *äusserst komplex* und im heutigen Zeitpunkt noch weitestgehend *offen*.

Diese Komplexität mag mit ein Grund dafür sein, dass *kaum Emotionalität zum BEG* aufkommen dürfte. Bei anderen Spezialgesetzen des Finanzmarktrechts sind gelegentlich gewisse «*Spannungen*» ersichtlich (z.B. *FinmaG*: Sitzfrage, «Super-Behörde», Art des Anstellungsverhältnisses; *BEHG*: Revision von Art. 20 BEHG betreffend erhöhte Transparenz im Hinblick auf allfällige «unfriendly takeovers») – dieses Schicksal droht dem BEG nicht, so dass nur *wenige Widerstände im Parlament* (wenn überhaupt) zu erwarten sind.

M.E. stellt eine *rechtsstaatlich saubere* Umsetzung der Strukturen der mediatisierten Wertpapierverwahrung einerseits sowie der Wertpapier-Immobilisierung andererseits in einem *formellen Gesetz* eine klare Verbesserung für die *Finanzplatz-Infrastruktur* Schweiz dar. Betroffen sind also nicht allein «Techniker», sondern die gesamte schweizerische Finanzindustrie.

2. Praktische Relevanz

Die Relevanz der Thematik der Wertpapierverwahrung etc. darf *nicht unterschätzt* werden¹⁷¹, wie ein (börsen- bzw. übernahmerechtliches) *Beispiel* aus dem Jahre 2005 vor der Übernahmekommission (UEK) zeigt:

Die *Victory Industriebeteiligung AG* (Victory), Wien, erwarb kotierte Aktien an der *Unaxis Holding AG* (Unaxis), und es stellte sich die Frage, ob Victory ein Pflichtangebot gemäss Art. 32 BEHG machen müsse oder

¹⁷⁰ Auch AMMANN, Bucheffektengesetz, 525 bezeichnet die BEG-Materie als «ausgesprochen technisch».

¹⁷¹ Zur strategischen Bedeutung für die Finanzplatz-Infrastruktur: AMMANN, Bucheffektengesetz, 525; RICKENBACHER, Wertpapierverwahrungsgesetz, 33.

nicht¹⁷²; schlussendlich waren die Verbuchungs-Thematik und deren Zeitpunkt die ausschlaggebenden Argumente¹⁷³.

Die UEK stellte i.c. einige (wertpapierrechtliche) Überlegungen an, die sie zwar nicht entscheiden musste, nichtsdestotrotz aber äusserst interessant sind:

«Aufgrund der oben genannten Unwägbarkeiten stellt sich für die Übernahmekommission die Frage, ob es sinnvoll ist, für die Besitz- und Eigentumsübertragung und somit für den Erwerb im Sinne von Art. 32 Abs. 1 BEHG auf die für die Hinterleger von aussen nicht überblickbaren Besitzverhältnisse bei den Verwahrungsstellen abzustellen. Es ist zu überlegen, ob nicht aus Gründen der Praktikabilität sowie der Rechtssicherheit und Klarheit im Rechtsverkehr vielmehr auf die Einbuchung bei der Verwahrungsstelle des Erwerbers in dessen Depot abgestellt werden sollte. Der Erwerber wäre demnach in seinem Vertrauen in die Buchung in sein Depot zu schützen und das übertragene Recht würde als erworben gelten, sobald die auf dem Konto des Erwerbers erforderlichen Bucheinträge vorbehaltlos abgeschlossen sind»¹⁷⁴.

Die mediatisierte Wertpapierverwahrung sowie die buchmässige Verfügung über Bucheffekten sind schliesslich von *grösster volkswirtschaftlicher Bedeutung*. Beispielsweise waren in der Schweiz bei inländischen Banken per Ende 2005 gesamthaft Wertpapiere im Wert von 4'334 Milliarden Franken verbucht¹⁷⁵; dazu kommen Handelsbestände der Banken von ungefähr 400

¹⁷² Am 25. April 2005 meldete Victory, dass sie mehr als 33 1/3% der kotierten Aktien von Unaxis erworben hatte; bei Unaxis war ursprünglich bzw. am 25. April 2005 der statutarische Ausschluss von Pflichtangeboten vorgesehen (Opting out), doch eine Generalversammlung der Gesellschaft hob am 26. April 2005 diese Regelung wieder auf (Opting in) – eine rückwirkende Geltung von Art. 32 BEHG gibt es nicht, d.h. Victory unterstand nur, aber immerhin dann einer börsenrechtlichen Angebotspflicht, wenn sie nicht vor dem 26. April 2005 den entsprechenden Schwellenwert überschritten hatte – der Zeitpunkt des Eigentumstransfers an den Titeln war also die massgebliche Rechtsfrage.

¹⁷³ Hierzu die Empfehlung der UEK vom 27. Juni 2005, die sich in Erw. 5.2 – Erw. 5.4 detailliert mit der Eigentumsübertragung von Wertpapieren und Wertrechten befassten (z.T. unter Hinweis auf das künftige BEG): <[www.takeover.ch/51.html?&cHash=513784f4d6&tx_bumadvice_pi1\[uid\]=162&tx_bumadvice_pi1\[view\]=detail](http://www.takeover.ch/51.html?&cHash=513784f4d6&tx_bumadvice_pi1[uid]=162&tx_bumadvice_pi1[view]=detail)>.

¹⁷⁴ Erw. 5.3.3 der erwähnten UEK-Empfehlung; die konstitutive Wirkung der Bucheintragung, die solche Unwägbarkeiten beseitigen wird, wird denn auch im künftigen BEG vorgesehen sein: vgl. dazu vorne II.3.d)ff).

¹⁷⁵ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9322 f.

Milliarden Franken – eine saubere Rechtsgrundlage erscheint angesichts dieser Ausgangslage unbedingt erforderlich.

3. Inhaltliches sowie methodische Kritik

Die vorgeschlagenen *Grundkonzepte des BEG überzeugen* m.E. ohne weiteres – nicht zuletzt, weil die *bewährten (faktischen) Traditionen* – v.a. Buchungen in Registern – nicht in Frage gestellt werden; ansonsten würde dies riesige Kosten für die betroffene Finanzindustrie mit sich bringen, und zwar gerade im Bereich von IT. Somit dürfte sich «unter dem Strich» in der Praxis *nicht allzu viel* ändern¹⁷⁶ – rechtlich handelt es sich indes um einen *Tsunami* (wenn auch um einen positiven).

Eine nicht zu unterschätzende *Rechtsunsicherheit* für die Finanzindustrie dürfte sich durch den Umstand ergeben, dass das *BEG als Lex Specialis dem OR/Sachenrecht vorgeht* – im Rahmen einer sog. *Lückenfüllung* gemäss Art. 1 Abs. 2 ZGB sollte nichtsdestotrotz ein obligationen- bzw. sachenrechtlicher «Rückgriff» indes nach wie vor möglich sein; unverständlich erscheint, dass die Botschaft dies nun aber *explizit auszuschliessen* versucht.

Methodisch falsch liegt m.E. die *Botschaft zum BEG* in diesem Zusammenhang nämlich wie folgt: «Regelt das BEG eine Frage nicht oder nicht vollständig, so ist die *Lösung* unter Beachtung des in Artikel 1 festgelegten Regelungszwecks aus der Systematik des Gesetzes heraus zu suchen, *nicht durch Rückgriff* auf das *Sachenrecht des ZGB* (im Falle von Wertpapieren und Globalurkunden) oder das *Schuldrecht des OR* (im Falle von Wertrechten)»¹⁷⁷.

Wenn eine sog. *echte Lücke* bei der Anwendung des BEG besteht, und solche planwidrigen Unvollständigkeiten werden künftig ganz bestimmt entdeckt werden, hat der Richter gemäss dem Programm von *Art. 1 ZGB* vorzugehen:

Es wäre nun aber *unsinnig* (und möglicherweise ein Versehen bei der Botschaftsredaktion), eine Einschränkung im Sinne machen zu wollen, dass das Sachenrecht bzw. das Obligationenrecht nicht (mehr) berücksichtigt werden dürfen – m.E. dürfte es in Zukunft beim BEG durchaus Sinn machen, sich der bisher während Jahrzehnten bewährten *sachen- und obli-*

¹⁷⁶ Unbesehen dessen ist damit zu rechnen, dass das BEG selbst nach einer baldigen Verabschiedung im Parlament nicht allzu schnell in Kraft gesetzt werden dürfte – die Finanzindustrie hat bereits den Wunsch geäussert, eine gewisse «*grace period*» für die in jedem Fall erforderlichen (technischen und sonstigen) Anpassungen zu erhalten.

¹⁷⁷ Botschaft zum BEG: BBl 2006 9342; Hervorhebungen hinzugefügt.

gationenrechtlichen Rechtsprinzipien zu «erinnern» und diese allenfalls sogar *per analogiam* ebenfalls beim BEG anzuwenden¹⁷⁸; eine Methodenreduktion durch Gesetzesmaterialien ist abzulehnen¹⁷⁹ – die Auslegung des BEG wird ohnehin komplex genug ausfallen¹⁸⁰.

4. Internationales Umfeld

Das internationale Umfeld hinsichtlich der Verwahrung und der Verwaltung von Wertpapieren *bewegt sich*; erinnert sei nur an die Stichworte «HWpÜ», «EU», «Unidroit» sowie an verschiedene landesrechtliche Revisionen der jüngeren Vergangenheit – es ist m.E. zu begrüßen, dass sich die *Schweiz als «activ player»* engagiert und mitgestaltet.

Dies dürfte nicht zuletzt der künftigen *Rechtsanwendung zum BEG* nützlich sein, d.h. im Rahmen einer *Lückenfüllung* kann der *Richter rechtsvergleichend* in einem gewissen Ausmass ohne weiteres *ausländisches Recht* heranziehen, auch wenn z.B. *keine europarechtskonforme Auslegung* erfolgen darf.

Abschliessend kann also festgehalten werden, dass das Projekt BEG sicherlich *international «en vogue»* ist – m.E. stellt es zwar *keine Avant-Garde* dar¹⁸¹, doch zumindest zeigt sich die Schweiz für einmal durchaus *international wirtschaftsrechtlich «trendy»*.

¹⁷⁸ Es wäre zu wünschen, wenn auch nicht zu erwarten, dass dies in den parlamentarischen Beratungen zum Ausdruck käme.

¹⁷⁹ Die künftigen Rechtsanwender werden insofern mit einer überflüssigen Unsicherheit konfrontiert, die immerhin durch die parlamentarischen Beratungen korrigiert werden könnte (und sollte); sollte eine entsprechende Korrektur nicht vorgenommen werden, dürften in Zukunft weiterhin «klärende» (professorale) Gutachten erforderlich sein – ein Ansatz, der eigentlich mit dem BEG aufgegeben werden sollte – Botschaft zum BEG: BBl 2006 9413 («Die Vorlage bringt darüber hinaus durch die klare und transparente Regelung der Wertpapierverwahrung und –verwaltung Rechtssicherheit. Dadurch können Transaktionskosten, beispielsweise für Rechtsgutachten, vermieden (...) werden»; Hervorhebungen hinzugefügt).

¹⁸⁰ Beispielsweise darf m.E. keine europarechtskonforme Auslegung vorgenommen werden: vgl. dazu vorne I.2.a).

¹⁸¹ In diesem Sinne immerhin: NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 N 285.

Anlagekosten: Retrozessionen im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung

Susan Emmenegger, Bern*

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis	61
Materialien.....	65
Einleitung.....	66
I. Retrozessionen in der Praxis.....	66
1. Retro-Generatoren.....	66
2. Retro-Empfänger und Retro-Zahlstellen	67
3. Wirtschaftliche Bedeutung.....	67
4. Information und Herausgabe an die Kunden	68
II. Der Retrozessionsentscheid des Bundesgerichts (Überblick).....	69
1. Sachverhalt.....	69
2. Kernpunkte.....	70
III. Privatrechtliche Konsequenzen.....	70
1. Anwendungsbereich.....	70
a) Sachlich	71
aa) Eigenständige Anlageentscheidung.....	71
bb) Globalvergütungen.....	72
cc) Konzerninterne Vergütungen	73
dd) Aufgabendelegation.....	75
b) Persönlich	77
aa) Banken.....	77

* Ich danke Herrn lic. iur. FABIAN SCHMID und Frau lic. iur. KATJA FUCHS MTWEBANA, Rechtsanwältin, LL.M., für ihre Unterstützung bei den Recherchen zu diesem Beitrag. Herrn Prof. MARTIN SCHUBARTH danke ich für wertvolle Anregungen zu den strafrechtlichen Aspekten. Sein Diskussionsvotum ist in diesem Band abgedruckt.

bb) Fondsleitungen.....	78
cc) Vertriebsträger.....	79
2. Rechenschaftspflicht.....	80
a) Zwingendes Recht.....	80
b) Aktive Informationspflicht.....	81
c) Periodizität	81
d) Umfang.....	82
3. Herausgabeverzicht	83
a) Allgemeine Schranke: Das zwingende Recht	83
b) AGB-spezifische Schranke: Die Ungewöhnlichkeitsregel.....	85
c) Stillschweigender Verzicht.....	86
4. Verjährung	87
a) Grundsatz: Verjährungsbeginn bei Vertragsende	88
b) Sonderregel bei Retrozessionen?	89
c) Fazit	90
5. Haftung der Retro-Zahlstelle (Banken).....	91
a) Schaden.....	91
b) Vertragsverletzung.....	92
aa) Informationspflicht.....	92
bb) Ausmass	93
c) Kausalzusammenhang	94
aa) Retrozessionsschaden.....	94
bb) Übriger (Anlage-)Schaden	95
d) Verschulden.....	96
e) Fazit	96
IV. Strafrechtliche Konsequenzen.....	96
1. Ausgangspunkt: Der «Retro-Normalfall»	96
2. Ungetreue Geschäftsführung.....	97
a) Erhöhte Anforderung an die Pflichtverletzung	97
b) Folgen für den Retrozessionskontext.....	99
c) Strafrechtliches Restrisiko	100
aa) Strafbarkeit trotz marktkonformer Transaktion?	100
bb) Kantonale Rechtsprechung	102
d) Fazit	103
3. Veruntreuung.....	103
4. Betrug.....	105
a) Retro-Empfänger.....	106
aa) Täuschung?	107

bb) Arglist?	107
b) Retro-Zahlstellen	109
aa) Der Devisenhandelsentscheid	109
cc) Relevanz für die Retrozessionspraxis der Zahlstellen (Banken)	112
c) Fazit	114
5. Bestechung	114
a) Neuerungen auf Gesetzesstufe	115
b) Der Risikofaktor des ungebührenden Vorteils	116
c) Der Risikofaktor der Ermessensausübung	118
d) Konsequenzen für die Retro-Empfänger	119
e) Konsequenzen für die Retro-Zahlstellen	120
f) Fazit	123
6. Ergebnis zu den strafrechtlichen Konsequenzen	123
V. Aufsichtsrechtliche Konsequenzen	124
1. Verhaltensregeln	124
2. Gewähr für einwandfreie Geschäftsführung	126
VI. Schluss	127

Literaturverzeichnis

- ABEGGLEN, SANDRO, «Retrozession» ist nicht gleich «Retrozession»: Zur Anwendbarkeit von Art. 400 Abs. 1 OR auf Entschädigungen, die an Banken geleistet werden, insbesondere im Fondsbetrieb, in: SZW 2007, S. 122–134.
- AMBÜHL, ISO, Mit einem Bein im Gefängnis, in: Cash vom 17. August 2006, S. 8.
- ARZT, GUNTHER, Kommentar zu Art. 146 StGB, in: M.A. Niggli/H. Wiprächtiger (Hrsg.), Basler Kommentar zum Strafgesetzbuch II, Basel u.a. 2003.
- BAERLOCHER, RENÉ JACQUES, Der Hinterlegungsvertrag, Basel 1977.
- BASSI, MARIO A., Der bankunabhängige Vermögensverwalter. Analyse des Handlungsbedarfs einer möglichen Aufsicht unter Berücksichtigung des amerikanischen und englischen Rechts, Zürich 1996.
- BENICKE, CHRISTOPH, Wertpapiervermögensverwaltung, Tübingen 2006.
- BORER-BENZ, BELLINA C., Die Herausgabepflicht des Beauftragten gemäss Art. 400 OR am Beispiel der Problematik der Retrozessionen bei unabhängigen Vermögensverwaltern, St. Gallen 2006.
- BRETTON-CHEVALLIER, CLAUDE, Le gérant de fortune indépendant. Rapports avec le client, la banque dépositaire, obligations et responsabilités, Zürich 2002.
- BRUNNER, ALEXANDER, Die Kontrolle Allgemeiner Geschäftsbedingungen in der aktuellen schweizerischen Lehre und Praxis, in: ZSR 118 (1999), S. 305–333.

- BÜHRER, CHRISTIAN, Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz, Diss. Zürich 2006.
- BÜRGI, URS, Nach dem Retrozessionsentscheid des Bundesgerichts: neue Modelle der unabhängigen Vermögensverwaltung, in: *Private. Das Magazin für Vermögensverwaltung und Private Banking* 2007, S. 66–67.
- CIMAROLLI, SARA, Anlagebetrug. Spannungsverhältnis zwischen Anlegerschutz und freiem Kapitalmarktrecht, Zürich 2000.
- DÄPPEN, ROBERT H., Art. 127–142 OR, in: H. Honsell/N. P. Vogt/W. Wiegand (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I*, Art. 1–529 OR, Basel u.a. 2003.
- DE BEER, ALEXANDER I., Die Verantwortlichkeit der Bank gegenüber einem Kunden für Handlungen eines von diesem eingesetzten Vermögensverwalters – eine Replik, in: *SZW* 1998, S. 125–133.
- DE CAPITANI, WERNER, Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, in: Claude-Alain Margelisch (Hrsg.), *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht : Festgabe für Jean-Paul Chapuis*, Zürich 1998, S. 25–38.
- DONATSCH, ANDREAS, Aspekte der ungetreuen Geschäftsbesorgung nach Art. 158 StGB, in: *ZStrR* 114 (1996), S. 200–220.
- DUBS, HANS, Strafbarkeit der Privatbestechung, in: Jürg-Beat Ackermann u.a. (Hrsg.), *Wirtschaft und Strafrecht. Festschrift für Niklaus Schmid zum 65. Geburtstag*, Zürich 2001, S. 383–392.
- EMCH, URS/RENTZ, HUGO/ARPAGAU, RETO, *Das schweizerische Bankgeschäft. Das praktische Lehrbuch und Nachschlagewerk*, 6. Aufl., Zürich 2004.
- EPPEMBERGER, MATTHIAS/LIMBURG, ANDREAS/SUPINO, PIETRO, Zum Rechenschaftsanspruch des Bankkunden bei Anlageberatung und Vermögensverwaltung unter besonderer Berücksichtigung des Nettohandels, in: Rainer J. Schweizer/Jean Nicolas Druey (Hrsg.), *Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag*, Zürich 2002, S. 715–726.
- FELDGES, DOMINIK, «Banken verlangen systematisch zu hohe Gebühren» – Stanhope Capital zielt auf verärgerte Private-banking-Kunden – Multi-family-office – Börsengang als Option, in: *Finanz und Wirtschaft* vom 4. Februar 2006, S. 38.
- FELLMANN, WALTER, *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar)*, Band VI, 2. Abteilung: Die einzelnen Vertragsverhältnisse, 4. Teilband: Der einfache Auftrag: Kommentar zu Art. 394–406 OR, Bern 1992.
- GAUCH, PETER, Die Vertragshaftung der Banken und ihre AVB, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), *Bankhaftungsrecht*, Basel 2006, S. 195–225.
- GAUCH, PETER/SCHLUEP, WALTER RENÉ/SCHMID, JÖRG/REY, HEINZ, *Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil ohne ausservertragliches Haftpflichtrecht*, 2 Bde, 8. Aufl., Zürich 2003.
- GAUTSCHI, GEORG, *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Berner Kommentar)*, Band VI, 2. Abteilung: Die einzelnen Vertragsverhältnisse, 4. Teilband: Der einfache Auftrag: Kommentar zu Art. 394–406 OR, Bern 1971.
- GEHRIG, BRUNO, Der Kursschnitt im Wertpapierhandel, in: Bruno Gehrig/Ivo Schwander (Hrsg.), *Banken und Bankrecht im Wandel. Festschrift für Beat Kleiner*, Zürich 1993, S. 55–67.

- GRUNDMANN, STEFAN, *Der Treuhandvertrag: insbesondere die werbende Treuhand*, München 1997.
- HERITIER, ANNE, *Les pots-de-vin*, Diss. Genf 1981.
- HERTIG, GÉRARD/SCHUPPISSE, URS, Art. 10–15 BEHG, in: Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht: Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG), Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis}, 305^{ter}*, Strafgesetzbuch, Basel 1999.
- HOFSTETTER, JOSEF, *Der Auftrag und die Geschäftsführung ohne Auftrag*, in: *Schweizerisches Privatrecht*, 7. Band, 2. Halbband, Basel 1979.
- HOFSTETTER, JOSEF, *Der Auftrag und die Geschäftsführung ohne Auftrag*, in: *Schweizerisches Privatrecht*, 7. Band, 6. Teilband, Basel 2000.
- HSU, PETER CH./STUPP, ERIC, Retrozessionen sind grundsätzlich dem Kunden abzuliefern. Besprechung des Urteils des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.432/2005 vom 22. März 2006, in: *GesKR* 2006, S. 202–207.
- JÖRG, FLORIAN S./ARTER, OLIVER, Herausgabe- und Rechenschaftspflicht des unabhängigen Vermögensverwalters, in: *ST* 2004, S. 297–300.
- KOLLER, ALFRED, *Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil: Grundriss des allgemeinen Schuldrechts ohne Deliktsrecht*, Bern 2006.
- KOLLER, ALFRED, Verjährt oder nicht verjährt? Drei höchstrichterliche Antworten, in: *AJP* 2000, S. 243–248.
- KOLLER, THOMAS, Art. 466–491 OR, in: H. Honsell/N. P. Vogt/W. Wiegand (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I*, Art. 1–529 OR, Basel u.a. 2003.
- KUHN, ROLF, Retrozessionszahlungen an externe Vermögensverwalter – eine Standortbestimmung, in: *AJP* 2006, S. 1051–1056.
- LEVY, ALAIN BRUNO, *La gestion de fortune par un gérant indépendant*, in: L. Thévenoz (Hrsg.), *Journée 1996 de droit bancaire et financier*, Bern 1996, S. 99–116.
- LOMBARDINI, CARLO, *Droit bancaire suisse*, Zürich 2002.
- MERZ, HANS, Die Rechtsprechung des Bundesgerichts: Obligationenrecht, in: *ZBJV* 103 (1967), S. 16–54.
- MÜLLER, ANDREAS, Zuwarten ist das falsche Rezept, in: *Cash* vom 17. August 2006, S. 9.
- MÜLLER, CHRISTOF, *Die Bestechung gemäss Art. 4 lit. b UWG*, Bamberg 1997.
- NÄNNI, MATTHIAS/VON DER CRONE, HANS CASPAR, Rückvergütungen im Recht der unabhängigen Vermögensverwaltung, *Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts vom 22. März 2006 (4C.432/2005)*, BGE 132 III 460, i.S. Stiftung U (Klägerin und Berufungsklägerin) gegen A (Beklagter und Berufungsbeklagter), in: *SZW* 2006 (5), S. 377–384.
- NIGGLI, MARCEL ALEXANDER, *Kommentar zu Art. 158 StGB*, in: M.A. Niggli/H. Wiprächtiger (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Strafgesetzbuch II*, Basel u.a. 2003.
- NIGGLI, MARCEL ALEXANDER/RIEDO, CHRISTOF, *Kommentar zu Art. 138 StGB*, in: M.A. Niggli/H. Wiprächtiger (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Strafgesetzbuch II*, Basel u.a. 2003.

- NOBEL, PETER, Zur Problematik des sogenannten Kursschnittes beim Wertpapierhandel, in: Walter J. Habscheid u.a. (Hrsg.), Freiheit und Zwang. Rechtliche, wirtschaftliche und gesellschaftliche Aspekte. Festschrift zum 60. Geburtstag von Professor Dr. iur. Dr. phil. Hans Giger, Bern 1989, S. 527–545.
- PEDRAZZINI, MARIO M./PEDRAZZINI, FEDERICO A., Unlauterer Wettbewerb UWG, 2. Aufl., Bern 2002.
- PIETH, MARK, Vorbemerkungen und Kommentar zu Art. 322^{ter} StGB, in: M.A. Niggli/H. Wiprächtiger (Hrsg.), Basler Kommentar zum Strafgesetzbuch II, Basel u.a. 2003.
- REHBERG, JÖRG/SCHMID, NIKLAUS/DONATSCH, ANDREAS, Strafrecht III, Delikte gegen den Einzelnen, 8. Aufl., Zürich 2003.
- ROTH, MONIKA, Die Spielregeln des Private Banking in der Schweiz. Rechtliche Regelungen, Standes- und Verhaltensregeln für Banken im Private Banking, 2. Aufl., Zürich 2003.
- ROTH, MONIKA, Das Dreiecksverhältnis Kunde – Bank – Vermögensverwalter. Treue- und Sorgfaltspflichten in Anlageberatung und Vermögensverwaltung unter besonderer Berücksichtigung von Retrozessionen, Finder's Fees und anderen Vorteilen, Zürich 2003.
- SCHÄFER, FRANK/SCHÄFER, ULRIKE, BGH, Urt. V. 19.12.2006 – XI ZR 56/05: Aufklärungspflicht der anlageberatenden Bank über Kickbacks, in: BKR 2007, S. 160–166.
- SCHMID, FABIAN, Retrozessionen und Anlagefonds. Zur Problematik der Retrozessionen im Anlagefondsgeschäft nach dem Grundsatzentscheid des Bundesgerichts und dem Inkrafttreten des Kollektivanlagegesetzes, in: Jusletter vom 21. Mai 2007.
- SCHMID, NIKLAUS, Die strafrechtliche Verantwortlichkeit für Wirtschaftsdelikte im Tätigkeitsbereiche der Aktiengesellschaft, in: SAG 46 (1974), S. 101–119.
- SCHUBARTH, MARTIN, Kommentar zum schweizerischen Strafrecht: schweizerisches Strafgesetzbuch, besonderer Teil, Bern 1982.
- SCHWENZER, INGEBORG, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 4. Aufl., Bern 2006.
- SPIRO, KARL, Die Begrenzung privater Rechte durch Verjährungs-, Verwirkungs- und Fatalfristen, Bern 1975.
- STRATENWERTH, GÜNTER, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil II: Straftaten gegen Gemeininteressen, 5. Aufl., Bern 2000.
- STRATENWERTH, GÜNTER/JENNY, GUIDO, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I: Straftaten gegen Individualinteressen, 6. Aufl., Bern 2003.
- TERCIER, PIERRE/VENTURI, SILVIO, Les contrats spéciaux, 3. Aufl., Zürich 2003.
- THÉVENOZ, LUC, Conflicts of Interest in the Distribution of Investment Funds, in: Luc Thévenoz/Rashid Bahar (Hrsg.), Conflicts of Interest. Corporate Governance and Financial Markets, Genf u.a. 2007, S. 337–361.
- TRECHSEL, STEFAN, Kurzkommentar zum Schweizerischen Strafgesetzbuch, 2. Aufl., Zürich 1997.
- URBACH, GUIDO, Die ungetreue Geschäftsbesorgung gemäss Art. 158 StGB, Zürich 2002.
- VOLLMAR, ALEX, Ungetreue Geschäftsführung, Diss. Bern 1978.

- WALDER, HANS, Die ungetreue Geschäftsführung nach Art. 159 StGB; Referat im kriminalistischen Institut des Kantons Zürich, Wintersemester 1968/69.
- WATTER, ROLF, Über die Pflichten der Bank bei externer Vermögensverwaltung. Standortbestimmung nach dem BGE vom 29. Oktober 1997, in: AJP 1998, S. 1174–1178.
- WEBER, ROLF H., Art. 394–406 OR, in: H. Honsell/N. P. Vogt/W. Wiegand (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, Basel u.a. 2003.
- WERRO, FRANZ, Kommentar zu Art. 394–406h OR, in: Luc Thévenoz/Franz Werro (Hrsg.), Commentaire Romand. Code des obligations I, Genf u.a. 2003.
- WIEGAND, WOLFGANG/ZELLWEGER-GUTKNECHT, CORINNE, Vermögensverwaltung und Nachlassplanung. Berner Bankrechtstag 2004, Bern 2005.
- WITTMANN, ROLAND, Zweites Buch. Recht der Schuldverhältnisse. §§ 652–740, in: J. von Staudinger(Hrsg.), J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, 12. Aufl., Berlin 1991.
- WYSS, ALEXANDER, Verhaltensregeln für Effekthändler, Diss. Zürich 2000.

Materialien

- BOTSCHAFT über die Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches und des Militärstrafgesetzes (Revision des Korruptionsstrafrechts) sowie über den Beitritt der Schweiz zum Übereinkommen über die Bekämpfung der Bestechung ausländischer Amtsträger im internationalen Geschäftsverkehr vom 19. April 1999 in: BBl 1999, 5497–5554.
- BOTSCHAFT über die Genehmigung und die Umsetzung des Strafrechts-Übereinkommens und des Zusatzprotokolls des Europarates über Korruption (Änderung des Strafgesetzbuches und des Bundesgesetzes gegen den unlauteren Wettbewerb) vom 10. November 2004, in: BBl 2004, 6983–7042.
- BOTSCHAFT zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagegesetz) vom 23. September 2005, in: BBl 2005, 6395–6506.
- EIDGENÖSSISCHE BANKENKOMMISSION (EBK), Verschiedene Bulletins, abrufbar unter: <www.ebk.admin.ch>, Publikationen.
- EUROPARAT, Explanatory Report on the Criminal Law Convention on Corruption, Strassburg 1999.
- OECD, Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions, Paris 21. November 1997.
- SWISS FUNDS ASSOCIATION (SFA), Zirkular Nr. 22/06 vom 5. Dezember 2006: Bundesgerichtsurteil i.S. Retrozessionen an unabhängige Vermögensverwalter vom 22 März 2006 / Position der Swiss Funds Association SFA, Basel 2006.

Einleitung

Anlagen dienen idealerweise der Vermögensvermehrung. Ganz umsonst vermehrt sich das Vermögen allerdings nicht: Die Wertschriftenverwahrung ist kostenpflichtig, Wertschriftentransaktionen sind mit Gebühren verbunden, und wenn man die Verwaltung der Anlage professionellen Dritten überträgt, so fallen Vergütungen für die Vermögensverwaltung an. Der vorliegende Beitrag handelt von diesen Kosten, wobei das besondere Augenmerk den Retrozessionen gilt. Retrozessionen sind Zahlungen, mit denen ein Finanzintermediär einen anderen für die Zuführung von Anlagegeldern und damit verbundene Dienstleistungen honoriert, wobei das Honorar sich aus den Kosten speist, die dem Anleger verrechnet werden¹. Das Bundesgericht hat diesbezüglich am 22. März 2006 ein vielbeachtetes Urteil gefällt. Dabei hat es einerseits ein klares Votum abgegeben, andererseits bleiben noch etliche Fragen offen. Nach einem Überblick über die Bedeutung der Retrozessionen in der Praxis werden die privatrechtlichen, die strafrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Konsequenzen des Entscheids näher analysiert.

I. Retrozessionen in der Praxis

1. Retro-Generatoren

Retrozessionen speisen sich aus verschiedenen Quellen. Eine «klassische» Quelle sind die Kommissionen für Wertschriftentransaktionen (Kommissions-Retrozessionen). Hier erhält der Vermögensverwalter üblicherweise zwischen 30–50% der Courtagen². Üblich sind auch Zahlungen aus dem Topf der Administrationsgebühren, namentlich der Depotführungskosten (Depot-Retrozessionen). Zu den Administrationsgebühren zählen auch die Management Fees von Finanzprodukten, namentlich solche von Anlagefonds (Produkt-Retrozessionen)³. Weitere Retro-Generatoren sind die sogenannten «Finder's Fees», die für die Neuzuführung von Kunden entrichtet

¹ Vgl. BGE 132 III 460 E. 4 S. 463, dort allerdings zugeschnitten auf den (Entscheid-)Fall, wo es um Zahlungen der Depotbanken an den externen Vermögensverwalter ging. Siehe weiter BGer 6P.107/2005 und 6S.316/2005 vom 3. Februar 2006 E. 5.2.

² BÜHRER, Unabhängige Vermögensverwalter, 54 f.; ROTH, Spielregeln des Private Banking, 40.

³ BÜHRER, Unabhängige Vermögensverwalter, 55 f.

werden⁴. Schliesslich sehen gewisse Verträge zwischen den Banken und den Vermögensverwaltern auch sogenannte Bestandesretrozessionen vor, die den Vermögensverwalter für seine «Banktreue» entschädigen sollen⁵.

2. Retro-Empfänger und Retro-Zahlstellen

Zu den Empfängern von Retrozessionen gehören alle, die im oben genannten Kontext Vergütungen erhalten. Retro-Zahlstellen sind dagegen alle, die solche Vergütungen ausrichten. Häufig befinden sich Finanzintermediäre sowohl auf der Empfänger- als auch auf der Zahlstellenseite. So etwa die Banken: Sie zahlen einerseits Retrozessionen an die externen Vermögensverwalter, andererseits nehmen sie im Rahmen der bankeigenen Vermögensverwaltung oder als Beauftragte für einzelne Finanztransaktionen Rückvergütungen von anderen Finanzdienstleistern entgegen, namentlich von anderen Banken oder von Fondsleitungen⁶. Selbst die Fondsleitungen sind nicht reine Retro-Zahlstellen, denn auch sie erhalten von ihren Vertragspartnern wiederum Retrozessionen für die Zuführung von Fondsvermögen.

Eine Ausnahme von der Doppelfunktion findet sich beim externen Vermögensverwalter: Er ist lediglich Empfänger von Retrozessionen und seine Haupt-Zahlstelle sind die Banken, denen er Kundenvermögen zuführt. In dieser Konstellation wird die Retrozessionsproblematik auch meistens diskutiert.

3. Wirtschaftliche Bedeutung

BÜHRER, der im Zeitraum von November 2003 bis April 2004 1133 unabhängige Vermögensverwalter und 38 Banken befragte⁷, kommt bezüglich der wirtschaftlichen Bedeutung von Retrozessionen zu folgendem Ergebnis: Die jährliche Höhe der Retrozessionen beträgt durchschnittlich 0,35% des

⁴ Ob die Finder's Fees eine eigenständige Kategorie bilden oder lediglich eine Erscheinungsform der Retrozessionen darstellen, ist umstritten. Das Bundesgericht unterstellt sie bezüglich der Herausgabepflicht grundsätzlich dem gleichen Regime wie die Retrozessionen, vgl. BGE 132 III 460 E. 4.1. S. 464. Für eine Diskussion über deren Zuordnung vgl. BRETON-CHEVALLIER, *Le gérant de fortune indépendant*, 166 ff.; BÜHRER, *Unabhängige Vermögensverwalter*, 53 f.

⁵ Vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAUS, *Bankgeschäft*, 554.

⁶ Zum «Zuspiel» von Retrozessionen zwischen Banken vgl. FELDGES, *Finanz und Wirtschaft* vom 4. Februar 2006, S. 38.

⁷ BÜHRER, *Unabhängige Vermögensverwalter*, passim.

verwalteten Vermögens⁸. Führt man sich vor Augen, dass in der Schweiz rund 5'000 Mrd. fremdes Vermögen verwaltet wird⁹, so lässt sich bei aller Vorsicht, die im Hinblick auf die durchschnittliche Retrozessionshöhe geboten ist, festhalten, dass es bei den Retrozessionen insgesamt um ein Milliarden-geschäft geht. Für die externen Vermögensverwalter sind sie zudem eine wichtige Einnahmequelle: Die Untersuchung von BÜHRER kommt zum Ergebnis, dass der Retro-Anteil des Einkommens für den externen Vermögensverwalter durchschnittlich 42% beträgt¹⁰.

4. Information und Herausgabe an die Kunden

Trotz der Bedeutsamkeit der Retrozessionen für das Vermögensverwaltungsgeschäft sind die Kunden über diese Vergütungen nicht durchweg informiert. BÜHRER kommt in seiner Erhebung zum Schluss, dass 39% der externen Vermögensverwalter ihre Kunden in jedem Fall über erhaltene Zahlungen informieren, 41% dies auf Anfrage tun und 20% keine Auskunft darüber geben¹¹. Deutlich schlechter ist die Bilanz mit Blick auf die Weiterleitung der Retrozessionen an die Anleger: 9% leiten die Zahlungen vollständig, 26% leiten sie teilweise weiter. Die restlichen 65% behalten die Rückzahlungen für sich¹².

⁸ BÜHRER, Unabhängige Vermögensverwalter, 124: 0,35%; höher die Schätzung der Cash Zeitung vom 6. Juli 2006, S. 34: 0,5%. Stark «retrozessionsgeneigt» ist insbesondere das Anlagefondsgeschäft. Gesamthaft wird hier der Betrag der Retrozessionen für das Jahr 2006 auf rund 3 Mrd. Franken geschätzt, vgl. dazu SCHMID, Retrozessionen und Anlagefonds, Rz. 9.

⁹ Vgl. Statistisches Monatsheft SNB, April 2007, 41. (Stand: Ende Februar 2007). Davon entfallen über 500 Milliarden auf die unabhängigen Vermögensverwalter, vgl. BÜHRER, Unabhängige Vermögensverwalter, 153.

¹⁰ BÜHRER, Unabhängige Vermögensverwalter, 118. Das Bundesgericht stellt in seinem Grundsatzentscheid vom 22. März 2006 unter Hinweis auf die Vorinstanz darauf ab, dass die Erträge von Vermögensverwaltern zu 28,5% aus Retrozessionen bestehen, vgl. BGE 132 III 460 E. 4.3. S. 466. Die Vorinstanz selbst stellt auf einen Beweisbeschluss ab, ohne dass die Quelle ersichtlich wäre, vgl. KGer GR, ZF 05 7 vom 23. Mai 2005 E. 7c.

¹¹ BÜHRER, Unabhängige Vermögensverwalter, 103.

¹² BÜHRER, Unabhängige Vermögensverwalter, 104. Das Bundesgericht geht in seinem Grundsatzentscheid vom 22. März 2006 von höheren Zahlen aus: Danach leiten 81% der Vermögensverwalter ihre Retrozessionen nicht an den Kunden weiter, vgl. BGE 132 III 460 E. 4.3. S. 466. Auch in diesem Fall stellt das Bundesgericht auf die Feststellung der Vorinstanz ab, die ihrerseits auf einen Beweisbeschluss Bezug nimmt, vgl. KGer GR, ZF 05 7 vom 23. Mai 2005 E. 7c.

II. Der Retrozessionsentscheid des Bundesgerichts (Überblick)

Die Lehre bejahte im Hinblick auf Retrozessionen seit jeher eine Informations- und Herausgabepflicht des Vermögensverwalters¹³. Ganz überwiegend wurde zudem eine Informationspflicht der beteiligten Banken bejaht¹⁴. In Wirklichkeit wurde bislang nur begrenzt informiert und praktisch nie herausgegeben¹⁵. Dies könnte sich angesichts des höchstrichterlichen Grundsatzentscheids ändern. Im Februar 2006 hatte der Kassationshof die Frage der Herausgabepflicht für Retrozessionen noch offen gelassen¹⁶. Einen guten Monat später entschied die erste Zivilkammer, dass den Vermögensverwalter gegenüber dem Kunden sowohl eine Informations- als auch eine Herausgabepflicht treffe¹⁷.

1. Sachverhalt

Entscheidgrundlage bildete der Fall eines unabhängigen Vermögensverwalters, der im Hinblick auf die Verwaltung eines Stiftungsvermögens mit verschiedenen Banken Retrozessionen und Finder's Fees vereinbart hatte. Der Vermögensverwalter vereinnahmte diese Vergütungen für sich. Die Stiftung verlangte klageweise Rechenschaft über diese Zahlungen sowie deren

¹³ Vgl. etwa BASSI, Der bankunabhängige Vermögensverwalter, 28 (Informationspflicht); BORER-BENZ, Herausgabepflicht des Beauftragten, 154 ff. (Informations- und Herausgabepflicht); BRETTON-CHEVALLIER, Le gérant de fortune indépendant, 154 ff. (Informations- und Herausgabepflicht); DE CAPITANI, Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, 27 (Informations- und Herausgabepflicht); EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, 554 (Informations- und Herausgabepflicht); JÖRG/ARTER, ST 2004, 298 f. (Herausgabepflicht); LÉVY, Gestion de fortune, 111 (Informationspflicht); ROTH, Spielregeln des Private Banking, 41 f. (Informations- und Herausgabepflicht); WATTER, AJP 1998, 1177 Fn. 27 (Informations- und Herausgabepflicht); WIEGAND/ZELLWEGER-GUTKNECHT, BBT 2004, 43 ff. (Informations- und Herausgabepflicht); WYSS, Verhaltensregeln für Effekthändler, 170 f. (Informations- und Herausgabepflicht).

¹⁴ Vgl. etwa BRETTON-CHEVALLIER, Le gérant de fortune indépendant, 165 f.; HERTIG/SCHUPPISSE, Kommentar Kapitalmarktrecht, N 70, 93 zu Art. 11 BEHG; WIEGAND/ZELLWEGER-GUTKNECHT, BBT 2004, 46; WYSS, Verhaltensregeln für Effekthändler, 170 f. Ansatzweise bereits DE BEER, SZW 1998, 133 Fn. 68; WATTER, AJP 1998, 1177. A. A. aber DE CAPITANI, Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, 34, welcher lediglich ein Recht, nicht aber eine Pflicht bejaht.

¹⁵ Siehe oben S. 68 (Information und Herausgabe an die Kunden).

¹⁶ BGer 6P.107/2005 und 6S.316/2005 vom 3. Februar 2006 E. 5.3.2.

¹⁷ BGE 132 III 460 E. 4.1 f. S. 464 ff.

Herausgabe. Die beiden kantonalen Instanzen wiesen die Klage ab, mit der Begründung, die Stiftung habe den Zahlungen stillschweigend zugestimmt, eventuell habe sie der Beklagte auf eigene Rechnung erhalten und unterliege daher nicht der Herausgabepflicht von Art. 400 OR; schliesslich seien solche Zahlungen branchenüblich, weshalb ihre Ablieferung der Verkehrsübung entgegenstehe. Das Bundesgericht hiess die Berufung gegen das zweitinstanzliche Urteil gut, soweit es die Offenlegung und Herausgabe der Vergütungen betraf.

2. Kernpunkte

Die Kernpunkte des Entscheids lauten wie folgt:

1. Der Vermögensverwalter untersteht dem Auftragsrecht und ist daher gemäss Art. 400 OR zur Offenlegung und Herausgabe von Retrozessionen (einschliesslich Finder's Fees) verpflichtet.
2. Die Herausgabepflicht ist dispositiver Natur. Die Gültigkeit des Herausgabeverzichts setzt aber voraus, dass die Kundin vollständig und wahrheitsgetreu über die erwarteten Vergütungen informiert ist. Zudem muss ihr Wille, auf die Ablieferung zu verzichten, aus der Vereinbarung klar hervorgehen.

III. Privatrechtliche Konsequenzen

Das Bundesgericht hat in seinem Entscheid zentrale Fragen im Zusammenhang mit Retrozessionen geklärt. Andere Fragen sind hingegen noch offen.

1. Anwendungsbereich

Der Grundsatzentscheid des Bundesgerichts betraf einen unabhängigen Vermögensverwalter, der gestützt auf einen Vermögensverwaltungsvertrag für seine Kundin Verwaltungshandlungen vornahm. Angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung von Retrozessionen für die betroffenen Finanzintermediäre drängt sich die Frage nach der Relevanz der bundesgerichtlichen Erwägungen in verwandten Konstellationen auf:

a) **Sachlich**

aa) *Eigenständige Anlageentscheidung*

Das Bundesgericht hat im Retrozessionsentscheid offen gelassen, ob die Offenlegungs- und Herausgabepflicht auch dann besteht, wenn die Kundin die Anlageentscheidung selbständig trifft¹⁸. Relevant wird dies insbesondere im Rahmen von Execution-Only-Beziehungen¹⁹. In solchen Fällen fehlt es am Interessenkonflikt, denn der Retro-Empfänger²⁰ kann gar nicht «retrozesionsorientiert» handeln. Dennoch ist vom Bestand der genannten Pflichten auszugehen²¹, denn die Funktion von Art. 400 OR erschöpft sich nicht darin, als Sicherungsnorm gegen Interessenkonflikte zu dienen. Sie nimmt vielmehr unabhängig von allfälligen Interessenkonflikten eine Zuordnung der vermögenswerten Positionen von Auftraggeber und Beauftragtem vor:

Nach einhelliger Lehre und Rechtsprechung muss der Beauftragte alle Tatsachen offenlegen, die für den Auftraggeber von Bedeutung sind²². Wieviel die Auftragswahrnehmung effektiv kostet, ist – unabhängig vom Vorliegen eines Interessenkonflikts – eine solche bedeutsame Tatsache. Weiss der Auftraggeber, dass von den Drittgebühren ein Teil an den Beauftragten zurückfliessen, so wird er möglicherweise über das Auftragshonorar neu verhandeln wollen. Also besteht eine entsprechende Offenlegungspflicht.

Was sodann die Herausgabepflicht angeht, so darf der Beauftragte abgesehen vom Auftragshonorar weder gewinnen noch verlieren. Er muss

¹⁸ Vgl. BGE 132 III 460 E. 4.1. S. 464 (bezüglich der Finder's Fees im Falle der eigenständigen Wahl der Depotbank durch die Kundin).

¹⁹ Vgl. dazu ABEGGLEN, SZW 2007, 126 ff. Auch diese Beziehungen unterstehen ganz überwiegend dem Auftragsrecht (direkt oder über die Verweisung in Art. 425 Abs. 2 OR). Eine Ausnahme bestünde dann, wenn die Bank/der Broker als direkte Stellvertreterin des Produktanbieters (z.B. einer Fondsleitung) tätig wird. Massgeblich ist auch hier der übereinstimmende Wille der Parteien (Kundin – Bank/Broker) bzw. das Vertrauensprinzip. Wenn etwa die Bank in ihren Fonds-Teilnahmebedingungen festhält, sie werde «im Auftrag» der Kundin tätig, darf die Kundin nach Treu und Glauben von einem Auftragsverhältnis ausgehen.

²⁰ Im Regelfall handelt es sich um einen Broker bzw. um eine Bank.

²¹ Eine Herausgabepflicht verneinen NÄNNI/VON DER CRONE, SZW 2006, 380. In Deutschland ist die Frage umstritten, vgl. etwa BENICKE, Wertpapiervermögensverwaltung, 925 f. Für eine Herausgabepflicht etwa GRUNDMANN, Treuhandvertrag, 200 f.

²² Statt vieler: FELLMANN, Berner Kommentar, N 19 zu Art. 400 OR, m.w.N. Die Rechtsprechung stützt die Offenlegungspflicht überwiegend auf Art. 398 Abs. 2 OR, vgl. BGE 115 II 62 E. 3a S. 65; BGer 4C.186/1999 vom 18. Juli 2000 E. 2a; was aber am Ergebnis nichts ändert.

alles herausgeben, was in einem inneren Zusammenhang zur Auftragsausführung steht. Behalten darf er nur, was er lediglich bei Gelegenheit der Auftragsausführung erhält²³. Der Retro-Empfänger gewinnt fraglos ein zusätzliches Honorar, wenn er von Dritten für seine kundenbezogene Auftragswahrnehmung eine Vergütung erhält. Entsprechend ist dieses Zusatzhonorar herauszugeben. Die Zahlung steht sodann in einem inneren Zusammenhang mit dem Auftragsverhältnis: Sie erfolgt einzig deshalb, weil der Retro-Empfänger von der Kundin und dank deren Investition eine Position eingeräumt bekam, die den Zufluss von Retrozessionen ermöglichte²⁴. Dabei ist festzuhalten: Der innere Zusammenhang ist immer dann zu bejahen, wenn ein Interessenkonflikt besteht²⁵; er beschränkt sich aber nicht auf diese Fälle²⁶. Die beiden Kriterien sind eng verknüpft, sie sind aber nicht gleichzusetzen. Das ergibt sich auch mit Blick auf die Kontrastkategorie der Gelegenheitsvergütungen (Trinkgelder, Gelegenheitsgeschenke), die von der Herausgabepflicht ausgenommen sind²⁷. Die Gelegenheitsvergütungen bewegen sich im «Banalitätsbereich»; sie beeinträchtigen auch nicht die (Kosten-)Transparenz des Auftragsverhältnisses. Das ist bei Retrozessionen anders; sie stellen teilweise einen wesentlichen Teil der Einnahmen des beauftragten Vermögensverwalters dar und vor allem bewirken sie immer eine intransparente Kostenstruktur. Daher fallen Retrozessionen auch dann nicht in die Kategorie der Gelegenheitsvergütungen, wenn sie keinen Interessenkonflikt auslösen.

bb) Globalvergütungen

Retrozessionen werden häufig pauschal und mit Blick auf die gesamte Geschäftsbeziehung abgerechnet. Entsprechend ist in der Praxis nicht ohne weiteres feststellbar, welcher Teil der Vergütung auf die einzelne Kundin entfällt. Massgeblich ist aber auch hier das Rechtsverhältnis zwischen der Kundin und dem Retro-Empfänger. Handelt es sich um ein Auftragsverhältnis, so bleibt es bei der Offenlegungs- und Herausgabepflicht. Die Kundin verliert ihre Rechte aus dem Auftragsverhältnis nicht, weil man sie rechnungsmässig einem Kundenkollektiv anschliesst.

²³ BGE 132 III 460 E. 4.1. S. 464, mit zahlreichen Hinweisen auf die Lehre.

²⁴ Zu diesem Kriterium insb. GRUNDMANN, Treuhandvertrag, 45 ff., 201.

²⁵ Statt vieler: FELLMANN, Berner Kommentar, N 128 zu Art. 400 OR, m.w.N.

²⁶ Für das deutsche Recht BENICKE, Wertpapiervermögensverwaltung, 925 f., m.w.N.

²⁷ BGE 132 III 460 E. 4.1. S. 464, m.w.N.

cc) *Konzerninterne Vergütungen*

Namentlich bei der Vermögensverwaltung durch die Bank stellt sich die Frage, wie konzerninterne oder gar bankinterne Verbuchungen bezüglich Offenlegung und Herausgabe zu behandeln sind. Muss die Bank Retrozessionen offen legen, die sie von der Fondsleitung des bankeigenen Anlagefonds oder von der bankeigenen Gesellschaft erhält, die strukturierte Finanzprodukte anbietet? Wie verhält es sich, wenn solche Produkte nicht von einer juristisch eigenständigen Gesellschaft, sondern von einer anderen Abteilung entwickelt werden und der Verkauf eines Produkts bankintern vergütet wird?

Mit Blick auf konzerninterne Vergütungen wird die Herausgabepflicht teilweise mit dem Hinweis verneint, dass diese hauptsächlich aus steuerlichen Gründen erfolgen. Zudem könne es keinen wesentlichen Unterschied machen, ob verschiedene Abteilungen einer einzigen rechtlichen Einheit (One-Bank-Struktur) oder aber mehrere rechtliche, unter einer einheitlichen Leitung zusammengefasste Einheiten (Konzern) an einem Geschäft beteiligt seien. Weiter sei die Interessenkonfliktsproblematik innerhalb der Gruppe zu relativieren; ein Bankkunde müsse davon ausgehen, dass die Bank bzw. der bankinterne Vermögensverwalter gruppeneigene Produkte favorisieren werde, der Vermögensverwalter gebe in der Regel ja auch nicht vor, eine völlig unabhängige Produktewahl zu treffen²⁸.

Dem ist mit Blick auf konzerninterne Zahlungen Folgendes entgegenzuhalten: Die zahlende Gesellschaft ist formell eine «Dritte»; ihre Zahlungen werden denn auch bei beiden Gesellschaften buchhalterisch erfasst. Sodann vermögen steuerliche Gründe die Transparenz- und Herausgabevorschriften im Auftragsverhältnis nicht auszuhebeln. Auch die Kundin einer Konzernbank muss die Kostenstruktur der Vermögensverwaltung kontrollieren können und auch sie hat einen Anspruch darauf, dass ihr Vergütungen weitergeleitet werden. Weiter ist zu beachten, dass der primäre Grund für die auftragsrechtliche Offenlegungs- und Herausgabepflicht in der Fremdnützigkeit liegt; diese ist bei der Konzernbank gleichermassen gegeben wie bei den anderen Anbietern von Finanzdienstleistungen. Was das zusätzliche Element des Interessenkonflikts angeht, so stellen sie sich im Konzernverbund eher verschärft: Die Versuchung, die «bestmögliche Anlage» mit Blick auf die Retrozessionszahlungen festzulegen, besteht in erhöhtem

²⁸ So z.B. HSU/STUPP, GesKR 2006, 207. Für Deutschland: SCHÄFER/SCHÄFER, BKR 2007, 165 f.

Masse, weil die Vermittlung konzerneigener Produkte sich auf das Konzernergebnis positiv auswirkt, man also zwei Fliegen mit einer Klappe schlägt. Das wird auch nicht in Abrede gestellt, hingegen wird geltend gemacht, die Kundin wisse um die fehlende Unabhängigkeit des bankinternen Vermögensverwalters. Was eine Kundin weiss oder nicht weiss, ist schwer abzuschätzen. Rechtlich jedenfalls ist der bankinterne Vermögensverwalter einer Konzernbank den Kundeninteressen genauso verpflichtet wie sein externes Pendant.

Schliesslich wird im Zusammenhang mit den konzerninternen Zahlungen eine Gleichbehandlung mit der One-Bank-Struktur geltend gemacht. Abgesehen davon, dass die Konzernstruktur dafür anderweitige Vorteile mit sich bringt, müsste beim Gleichbehandlungsargument auch der externe Vermögensverwalter berücksichtigt werden. Es gibt keinen Grund, diesen zur Offenlegung und Herausgabe zu verpflichten und die Konzernbank davon zu entbinden. Im Gegenteil: Man kann sich fragen, inwieweit nicht auch die One-Bank eine Offenlegungspflicht trifft. Zwar erfolgt bei rein bankinternen Vergütungen die Zahlung nicht durch eine formell selbständige Gesellschaft. Führt man sich allerdings vor Augen, dass die einzelnen Bankabteilungen regelmässig als Profitcenters organisiert sind, besteht zumindest hinsichtlich des Interessenkonfliktes kein Unterschied zur unabhängigen Vermögensverwaltung und zum Konzernverhältnis: In allen Fällen besteht die Gefahr der sachfremden Entscheidung zwecks eigener Gewinnsteigerung. Daher wäre allenfalls auch hier eine Offenlegungspflicht zu überlegen. Eine Herausgabepflicht besteht hingegen nicht, da keine effektiven Zahlungen fliessen. Schliesslich ist noch anzufügen, dass selbst bei der One-Bank nicht alle Dienstleistungen intern angeboten werden können: Namentlich die bankeigenen Fonds sind formell gesehen Drittgesellschaften, deren Retrozessionen dem üblichen Regime unterstehen.

Insgesamt gilt also auch im Konzernverhältnis die Offenlegungs- und Herausgabepflicht. Auch rechtsvergleichend drängt sich dieser Schluss auf. So hat der BGH entschieden, dass eine Bank im Rahmen der Anlageberatung befugt sei, ausschliesslich hauseigene Fonds zu empfehlen; sie müsse aber auch in diesem Fall darauf hinweisen, dass und in welcher Höhe sie Rückvergütungen von der Fondsgesellschaft erhalte²⁹.

²⁹ BGH XI 56/06 vom 19. Dezember 2006 E. 4b. Kritisch: SCHÄFER/SCHÄFER, BKR 2007, 164 ff.

dd) Aufgabendelegation

Schliesslich stellt sich die Frage der Offenlegungs- und Herausgabepflicht des Vermögensverwalters, wenn dieser gleichzeitig für den Anbieter des Finanzprodukts Aufgaben übernimmt und die Retrozessionen diese Arbeit ganz oder teilweise abgelden sollen. Für den Vermögensverwalter trifft dies etwa zu, wenn er für die Depotbank die GwG-Abklärungen vornimmt. Von dieser Konstellation betroffen sind aber namentlich auch die Vertriebsträger von Anlagefonds, die gemäss der Darstellung ihres Fachverbands zahlreiche Aufgaben wahrnehmen, die sonst die Fondsleitungen selbst erledigen müssten³⁰. Ob und inwieweit diese Aufgabendelegation effektiv Vergütungen in der bisher erfolgten Höhe rechtfertigen, mag dahingestellt bleiben. Selbst wenn man davon ausgehen würde, dass die Retrozessionen eine Vergütung für das Aufgaben-Outsourcing darstellen würden, wären sie von der Offenlegungs- und Herausgabepflicht erfasst:

Grundlage für die Offenlegungs- und Herausgabepflicht bildet das Vertragsverhältnis zwischen der Kundin und dem Vertriebsträger. Bei diesem Verhältnis handelt es sich in aller Regel um einen Vermögensverwaltungsvertrag, einen Anlageberatungsvertrag, oder – bei selbständigen Anlageentscheiden der Kundin – um einen einfachen Auftrag³¹. Für alle genannten Vertragsverhältnisse gilt (unter anderem) Art. 400 OR. Die Bestimmung wurde bereits im Zusammenhang mit selbständigen Anlageentscheiden erörtert, das Gesagte gilt auch hier: Die Offenlegungspflicht des Beauftragten umfasst alle Tatsachen, die für den Auftraggeber von Bedeutung sind³². Die effektiven Kosten der Auftragswahrnehmung stellen eine solche bedeutsame Tatsache dar. Unabhängig von der Herausgabepflicht besteht also bezüglich dieser Vergütungen eine Offenlegungspflicht seitens des Beauftragten. Damit bleibt die Frage nach deren Umfang: Lehre und Rechtsprechung fassen die Offenlegungspflicht weit; die Information muss vollständig und wahrheitsgetreu erteilt werden³³. Im Ergebnis muss also auch im Rahmen einer Aufgabendelegation die Kundin detailliert über die zusätzliche Drittvergütung informiert werden, damit der Offenlegungspflicht Genüge getan wird.

³⁰ Vgl. SFA, Zirkular Nr. 22/06, 3.

³¹ Für die Sonderkonstellation des Kaufvertrags siehe oben Fn. 19.

³² Statt vieler: FELLMANN, Berner Kommentar, N 19 zu Art. 400 OR, m.w.N.

³³ Statt vieler: FELLMANN, Berner Kommentar, N 20 zu Art. 400 OR; BGE 110 II 181 E. 2 S. 182 f.; OGer 83 (1984) Nr. 59, 149 f.; OGer ZH, ZR 80 (1981) Nr. 24, S. 73.

Bezüglich der Herausgabepflicht gilt, dass der Beauftragte abgesehen vom Auftragshonorar durch den Auftrag weder gewinnen noch verlieren darf. Er muss alles herausgeben, was in einem inneren Zusammenhang zur Auftragsausführung steht. Behalten darf er nur, was er lediglich bei Gelegenheit der Auftragsausführung erhält³⁴. Dass der Beauftragte ein zusätzliches Honorar gewinnt, wenn er von dritter Seite eine Vergütung erhält, bedarf keiner weiteren Erörterung. Auch der innere Zusammenhang der Vergütung mit dem Auftragsverhältnis ist zu bejahen. Gemäss einhelliger Lehrmeinung – der sich im Übrigen auch die in dieser Frage aktiv gewordene SFA nicht verschliesst³⁵ – ist der innere Zusammenhang (mindestens) dann zu bejahen, wenn sich der Beauftragte aufgrund der Drittvergütung in einen Interessenkonflikt begibt³⁶. Bei der Vermögensverwaltung und der Anlageberatung trifft dies fraglos zu, denn in beiden Fällen besteht die Gefahr, dass die Verwaltungshandlung bzw. die Beratungsleistung nicht im alleinigen Interesse der Kundin, sondern mit Blick auf eine möglichst hohe Drittvergütung erfolgt³⁷. Für die Bejahung des Interessenkonflikts genügt dabei die *Möglichkeit* der sachfremden Entscheidung zwecks eigener Gewinnsteigerung. Eine effektive Benachteiligung der Kundschaft muss nicht vorliegen. Insofern ändert sich an der Herausgabepflicht nichts, wenn der Nachweis erbracht wird, dass die Retrozession nicht den Ausschlag für den Anlageentscheid gab. Nicht zu hören ist schliesslich der Einwand, dass der Beauftragte etwas verlieren würde, wenn er das Dritthonorar nicht behalten dürfte, da er diesfalls – zugunsten des Dritten – eine Leistung erbracht hätte, die nicht vergütet wird. Massgeblich ist das Vertragsverhältnis zur Kundin, und in diesem Verhältnis werden alle Leistungen vergütet, sodass kein Verlust entsteht. Insgesamt ist daher bei der Vermögensverwaltung und bei der Anlageberatung – in Anwendung unstreitiger Grundsätze – von der Herausgabepflicht auszugehen³⁸.

Damit bleibt der Fall der einfachen Auftragswahrnehmung gestützt auf eine selbständige Anlageentscheidung der Kundin. Hier fehlt der Interessenkonflikt, weshalb man argumentieren könnte, dass kein innerer Zusam-

³⁴ BGE 132 III 460 E. 4.1. S. 464, mit zahlreichen Hinweisen auf die Lehre.

³⁵ Vgl. SFA, Zirkular Nr. 22/06, 2: «Diese [Vergütungen] dürfen vielmehr einbehalten werden, sofern sie nicht zu Interessenkonflikten führen.»

³⁶ Vgl. FELLMANN, Berner Kommentar, N 128 zu Art. 400 OR, m.w.N.

³⁷ Zu den Interessenkonflikten des Fonds-Vertriebsträgers, vgl. THÉVENOZ, *Conflicts of Interest*, 347 ff.

³⁸ Teilweise anders der SFA, vgl. SFA, Zirkular Nr. 22/06, sowie ABEGGLEN, SZW 2007, 129 ff.

menhang besteht. Wie bereits oben ausgeführt³⁹, wird vorliegend allerdings die Meinung vertreten, dass der innere Zusammenhang sich nicht auf die Fälle des Interessenkonflikts beschränkt. Entsprechend wird auch für diesen (Grenz-)fall die Herausgabepflicht bejaht.

Insgesamt ist also festzuhalten, dass auch in den Fällen der Aufgaben-delegation eine Offenlegungs- und Herausgabepflicht besteht. Diese Auffassung wird durch den Retrozessionsentscheid des Bundesgerichts gestützt: Das Gericht unterstellte die Retrozessionen insgesamt der Herausgabepflicht ohne eine allfällige Entschädigungsfunktion gesondert zu berücksichtigen⁴⁰. Die Arbeitsteilung zwischen den Retro-Empfängern und den Retrozahlstellen wird damit keinesfalls unmöglich. Sie erfordert aber eine entsprechende Vertragsgestaltung, indem die Kundin im Wissen um die Höhe dieser Zahlungen einem Herausgabeverzicht zustimmt.

b) Persönlich

aa) Banken

Der weitaus grösste Teil der rund 5'000 Mrd. CHF Fremdvermögen wird nicht von den unabhängigen Vermögensverwaltern, sondern von den Banken verwaltet⁴¹. Soweit sie in dieser Funktion Retrozessionen erhalten, sind auch die Banken vom Grundsatzentscheid unmittelbar betroffen, denn sie schliessen gleich wie die unabhängigen Vermögensverwalter mit ihren Kundinnen einen Vermögensverwaltungsvertrag ab. In diesem Zusammenhang ist ein kürzlich vom deutschen BGH ergangenes Urteil zu erwähnen, das insbesondere mit Blick auf den Schadenersatz aufhorchen lässt. Nach der Auffassung des BGH schuldet die Bank, die beim Verkauf von Finanzprodukten vorsätzlich ihre Aufklärungspflicht bezüglich erhaltener Retrozessionen verletzt, Schadenersatz in Form der Rückabwicklung der erworbenen Produkte – und zwar möglicherweise unter Einschluss *aller* erworbenen Produkte, ohne Rücksicht darauf, ob im Einzelfall Retrozessionen bezahlt werden⁴². Was dies im Falle einer Wertverminderung der Kapitalanlage bedeutet, braucht hier nicht weiter vertieft zu werden.

Banken sind zudem häufig in der Rolle von Vertriebsträgern von Kollektivanlagen tätig. Ob sie in dieser Rolle vom bundesgerichtlichen

³⁹ Siehe oben S. 71 (Eigenständige Anlageentscheidung).

⁴⁰ Vgl. hierzu auch SCHMID, Retrozessionen und Anlagefonds, Rz. 46 ff.

⁴¹ Siehe oben Fn. 9.

⁴² Vgl. BGH XI ZR 56/06 vom 19. Dezember 2006, E. III.

Grundsatzentscheid betroffen sind, hängt von zwei Fragen ab: Erstens ist zu klären, ob für Vertriebsträger ein aufsichtsrechtliches Sonderregime gilt, das die auftragsrechtlichen Grundsätze überlagert. Dies ist – wie nachfolgend darzulegen ist⁴³ – nicht der Fall. Zweitens ist zu fragen, welche Verträge die Bank als Vertriebsträgerin mit der Kundin abschliesst. Kommt – und dies wird regelmässig der Fall sein – Auftragsrecht zur Anwendung, so ergibt sich aus dem oben behandelten sachlichen Anwendungsbereich, dass für sie die bundesgerichtliche Konkretisierung zur Offenlegung und Herausgabe Geltung beansprucht.

Schliesslich gehören Banken auch zu den Retro-Zahlstellen; sie zahlen namentlich Retrozessionen an die unabhängigen Vermögensverwalter, die ihnen Kundengelder zuführen. Wie es sich mit den Auswirkungen des Urteils in dieser Hinsicht verhält, wird an anderer Stelle vertieft behandelt⁴⁴.

bb) Fondsleitungen

Gleich wie die Banken nehmen auch die Fondsleitungen im Retrozessionskontext eine Doppelrolle ein: Einerseits erhalten sie Retrozessionen für die Anlage des Fondsvermögens, namentlich von den Zielfonds, in die sie investieren. Andererseits nehmen sie selbst Rückvergütungen vor, um die treuhänderische Anlage von Vermögen in ihren Fonds zu honorieren. Empfänger sind diesfalls namentlich andere Fonds, Banken als Vermögensverwalterinnen oder unabhängige Vermögensverwalter.

Für die Fondsleitungen gilt über weite Strecken ein Sonderregime, weil das KAG das allgemeine Auftragsrecht überlagert. Sie sind vom Retrozessions-Urteil daher nicht unmittelbar betroffen. Das führt allerdings nicht generell zu einer Privilegierung der Fondsleitungen. Soweit sie nämlich Retrozessionen empfangen, gilt für sie Art. 21 KAG, wonach Retrozessionen und andere Vermögensvorteile der kollektiven Kapitalanlage gutzuschreiben sind. Diese Norm ist zwingend; sie schliesst sowohl die direkte Weiterleitung an die Fondseigner als auch die Einbehaltung durch die Fondsleitung aus⁴⁵.

In ihrer Funktion als Retro-Zahlstellen müssen sodann die Fondsleitungen gestützt auf Art. 20 Abs. 1 lit. c und Art. 26 KAG (samt Ausführungsbestimmungen) die von ihnen ausgerichteten Rückvergütungen offen-

⁴³ Siehe hinten, S. 79 (Vertriebsträger).

⁴⁴ Siehe hinten, S. 91 (Haftung der Retro-Zahlstellen [Banken]).

⁴⁵ Ausführlich dazu SCHMID, Retrozessionen und Anlagefonds, Rz. 29 ff.

legen⁴⁶. Wie detailliert dies zu erfolgen hat, ist momentan noch Gegenstand von Diskussionen mit der Aufsichtsbehörde. Die Transparenzrichtlinie sah diesbezüglich eine detaillierte Offenlegung vor, doch ist dieser Teil der Richtlinie mit dem Einverständnis der EBK zur Zeit suspendiert, weil man die europäische Entwicklung unter der MiFid abwarten will.

cc) Vertriebsträger

Im Zusammenhang mit dem Fondsgeschäft – oder generell: mit kollektiven Kapitalanlagen – stellt sich weiter die Frage, ob die Vertriebsträger in ihrer Funktion als Retro-Empfänger vom bundesgerichtlichen Grundsatzentscheid unmittelbar betroffen sind. Das ist zu bejahen, denn anders als bei den Fondsleitungen enthält das KAG für die Vertriebsträger bislang kein Sonderregime, das die vom Bundesgericht konkretisierten privatrechtlichen Grundsätze überlagern würde.

Zwar könnte man sich fragen, ob das strenge Einbehaltungsverbot gemäss Art. 21 Abs. 2 KAG auch für die Vertriebsträger gilt; die Norm spricht allgemein von den Bewilligungsträgern, wozu auch die Vertriebssträger gehören⁴⁷. Die darin enthaltene Anordnung, welche die Verbuchung erhaltener Retrozessionen zugunsten der kollektiven Kapitalanlage verlangt, ist aber eindeutig nicht auf die Vertriebsträger zugeschnitten, denn diese verwalten die Kapitalanlage nicht⁴⁸.

Für die Vertriebsträger verbindlich sind allerdings die in Art. 20 KAG geforderten Treue- und Informationspflichten. Danach handeln die Vertriebsträger unabhängig und wahren ausschliesslich die Interessen der Anlegerinnen und Anleger. Zudem gewähren sie eine transparente Rechenschaftsablegung. Die Wertungskongruenz mit dem Privatrecht ist offensichtlich; auch hier ergibt sich also für die Vertriebsträger kein aufsichtsrechtliches Sonderregime. In diesem Zusammenhang ist auf die Befugnis der Aufsichtsbehörde hinzuweisen, die Treue- und Informationspflichten in Gestalt von brancheneigenen Verhaltensregeln zu konkretisieren (Art. 20 Abs. 2 KAG). Angesichts der in Art. 21 Abs. 2 KAG vorgegebenen Stossrichtung des Gesetzes, wonach die Einbehaltung von Retrozessionen verpönt ist, wäre es allerdings fraglich, ob die Aufsichtsbehörde mit der Genehmigung

⁴⁶ Für eine detaillierte Diskussion vgl. SCHMID, Retrozessionen und Anlagefonds, Rz. 13 ff.

⁴⁷ Art. 13 Abs. 2 lit. g KAG.

⁴⁸ Vgl. auch SCHMID, Retrozessionen und Anlagefonds, Rz. 38 ff., mit weiteren Argumenten.

einer weitgehenden Befreiung der Vertriebsträger von der Offenlegungs- und Herausgabepflicht noch innerhalb der ihr delegierten Regulierungskompetenz operieren würde⁴⁹. Zulässig wären gewisse Erleichterungen. Möglich wäre aber – mit Blick auf Art. 21 Abs. 2 KAG und die Zielsetzung des KAG – auch eine Konkretisierung der Treue- und Informationspflichten der Vertriebsträger in Gestalt eines allgemeinen Einbehaltungsverbots, wie es bereits für die Fondsleitungen gilt.

Mit Blick auf die aktuelle Rechtslage ist jedenfalls festzuhalten, dass in der Retrozessionsfrage kein aufsichtsrechtliches Sonderregime für Vertriebsträger gilt. Der bundesgerichtliche Grundsatzentscheid hat daher auch für sie unmittelbare Auswirkungen, soweit er von der Sache her anwendbar ist⁵⁰.

2. Rechenschaftspflicht

a) Zwingendes Recht

Lehre und Rechtsprechung hielten bislang einhellig dafür, dass auf die Pflicht zur Rechenschaftsablegung nicht vertraglich verzichtet werden könne⁵¹. Im Retro-Entscheid spricht das Bundesgericht dagegen insgesamt vom möglichen Verzicht auf Rechenschaftsablegung und Herausgabe⁵². Die Erwägungen betreffen allerdings im Kern die Zulässigkeit eines stillschweigenden Herausgabeverzichts, was sich auch aus den Schlussfolgerungen des Bundesgerichts ergibt⁵³.

⁴⁹ Gegenwärtig sieht die als Mindeststandard anerkannte Transparenzrichtlinie vor, dass Vertriebsträger, die gleichzeitig beratend auftreten, den Anleger über die Anlagekosten zu informieren haben. Daraus ergibt sich aufsichtsrechtlich wiederum eine Parallelität zum privaten Auftragsrecht. Vgl. dazu auch SCHMID, Retrozessionen und Anlagefonds, Rz. 41.

⁵⁰ Zum sachlichen Anwendungsbereich siehe oben S. 71 (Sachlich). Keine Anwendung findet der bundesgerichtliche Grundsatzentscheid, wenn die Vertriebsträger als direkte Stellvertreter der Fondsleitungen handeln, vgl. dazu SCHMID, Retrozessionen und Anlagefonds, Rz. 43.

⁵¹ Vgl. OGer ZH, ZR 101 (2002) Nr. 26, S. 100, unter Hinweis auf FELLMANN, Berner Kommentar, N 58 zu Art. 400 OR; GAUTSCHI, Berner Kommentar, N 38 zu Art. 400. Siehe auch HOFSTETTER, SPR VII/6, 116; TERCIER/VENTURI, Les contrats spéciaux, N 4049; WEBER, Basler Kommentar, Der einfache Auftrag, N 2 zu Art. 400 OR.

⁵² BGE 132 III 460 E. 4.5 S. 468 f.

⁵³ BGE 132 III 460 E. 4.5. S. 469 («Aus dem blossen Stillschweigen ... durfte der Beklagte ... nicht auf einen Verzicht der Klägerin auf Herausgabe dieser der Klägerin zustehenden Einnahmen schliessen.»). Vgl. zudem E. 4.6 S. 469.

Dass man auf die Rechenschaftspflicht nicht verzichten kann, leuchtet ein. Wäre es anders, so würde sich die Kundin für die weitere Vertragsdauer jeglicher Kontrollmöglichkeit berauben. Der zwingende Charakter der Rechenschaftspflicht hat zur Folge, dass die Kundin die entsprechenden Informationen jederzeit verlangen kann. Fraglich ist, ob darüber hinaus eine aktive Informationspflicht besteht und in welchen zeitlichen Abständen diese zu erfüllen ist.

b) Aktive Informationspflicht

Nicht ausdrücklich geäußert hat sich das Bundesgericht zur Frage einer aktiven Berichterstattung über erwartete Rückvergütungen. Der Wortlaut von Art. 400 Abs. 1 OR sieht lediglich eine Rechenschaftsablegung auf Verlangen vor. Für den Retrozessionskontext ist daraus indessen nichts abzuleiten: Nach ständiger Rechtsprechung müssen Tatsachen, die von Bedeutung sind, der Auftraggeberin rechtzeitig, wahrheitsgetreu und vollständig mitgeteilt werden⁵⁴. Angesichts der zentralen Bedeutung, welche das Bundesgericht im Retrozessionsentscheid der diesbezüglichen Offenlegung explizit zuspricht, sind letzte Zweifel darüber ausgeräumt, dass die Kundin nur auf Verlangen über Retrozessionszahlungen informiert werden muss⁵⁵.

c) Periodizität

In welchen Abständen die Berichterstattung im Einzelnen erfolgt, bleibt in den Schranken des Gesetzes den Parteien überlassen. Mit Blick auf die Kontrollfunktion der Berichterstattung – nämlich die Überprüfung der Kostenstruktur und die Erkennung von Interessenverletzungen – dürfte die äusserste Grenze bei einer jährlichen Rechenschaft liegen⁵⁶. Wo eine Verein-

⁵⁴ Das Bundesgericht stützt sich dabei teilweise auf Art. 398 Abs. 2 OR, vgl. BGE 115 II 62 E. 3a S. 65; BGer 4C.186/1999 vom 18. Juli 2000 E. 2a. Am Ergebnis ändert dies allerdings nichts. Für die Lehre vgl. auch HOFSTETTER, SPR VII/6, 115; WEBER, Basler Kommentar, Der einfache Auftrag, N 4 zu Art. 400 OR.

⁵⁵ So schon zuvor: BRETON-CHEVALLIER, Le gérant de fortune indépendant, 154 f. und WIEGAND/ZELLWEGE-GUTKNECHT, BBT 2004, 43 f., mit dem Hinweis, dass die Kundin sonst die Kostenstruktur und damit die Plausibilität seiner Aufwendungen nicht überprüfen kann und auch allfällige Interessenkonflikte bzw. -verletzungen unentdeckt bleiben. Überholt: DE CAPITANI, Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, 27 Fn. 13; FELLMANN, Berner Kommentar, N 66 zu Art. 400 OR.

⁵⁶ So etwa die Regelung in Belgien, vgl. Art. 16 ch. 5, arrêté royal belge du 5 août 1991 relatif à la gestion de fortune et au conseil en placement, zitiert in BRETON-CHEVALLIER, Le gérant de fortune indépendant, 155 Fn. 621.

barung fehlt, muss der Vertrag nach dem hypothetischen Parteiwillen ergänzt werden. Wiederum ist die Kontrollfunktion entscheidend, wobei in solchen Fällen davon auszugehen ist, dass vernünftige Parteien eine quartalsweise Rechenschaft vereinbart hätten. Dies entspricht im Regelfall auch dem Abrechnungsmodus zwischen der Bank und dem Vermögensverwalter⁵⁷.

d) Umfang

Nach Lehre und Rechtsprechung verlangt die Rechenschaftspflicht vom Beauftragen, eine vollständige und detaillierte Abrechnung zu erstatten⁵⁸. Im Retrozessionskontext bedeutet dies, dass die Kundin aus der Abrechnung mindestens die effektiven Rückvergütungen ersehen kann. Als offene Frage bleibt, ob darüber hinaus auch eine Aufteilung in die gängigen Retrozessions-Sparten notwendig ist. Hier kann man mit Fug beide Meinungen vertreten, aus dem Grundsatzentscheid des Bundesgerichts kann man für diese Frage jedenfalls nichts schliessen.

Von der vollständigen und detaillierten Abrechnung zu unterscheiden ist die vollständige und wahrheitsgetreue (Vorab-)Information als Voraussetzung für den Herausgabeverzicht, die naturgemäss nicht mit derselben Präzision erfolgen kann wie die Abrechnung *ex post*⁵⁹.

⁵⁷ So auch BRETTON-CHEVALLIER, *Le gérant de fortune indépendant*, 155.

⁵⁸ BGE 110 II 181 E. 2 S. 183 («[V]ollständige und detaillierte Abrechnung»), unter Hinweis auf HOFSTETTER, SPR VII/2, 92. Siehe weiter OGer ZH, ZR 101 (2002) Nr. 26, S. 100 («über seine Geschäftsführung umfassend Rechenschaft abzulegen»), unter Hinweis auf FELLMANN, *Berner Kommentar*, N 13–15 zu Art. 400 OR. Gleicher Ansicht WEBER, *Basler Kommentar*, *Der einfache Auftrag*, N 4 zu Art. 400 OR.

⁵⁹ Siehe dazu unten S. 83 (Allgemeine Schranke: Das zwingende Recht).

3. Herausgabeverzicht

In der Lehre bestand Uneinigkeit im Hinblick auf die zwingende Natur der Ablieferungspflicht⁶⁰. Das Bundesgericht fällt einen klaren Entscheid zugunsten der Disponibilität der Ablieferungspflicht, allerdings unter der Bedingung der vollständigen und wahrheitsgetreuen Information der Kundin⁶¹. Damit stellt sich die Frage, wie die Information beschaffen sein muss, damit sie dem bundesgerichtlichen Kriterium genügt und einen rechtsgültigen Herausgabeverzicht bewirkt. Diesbezüglich sind zwei Schranken zu beachten. Die eine Schranke ist allgemeiner Natur und betrifft das zwingende Recht. Die andere Schranke ist AGB-spezifisch und betrifft die Ungeöhnlichkeitsregel. Darüber hinaus ist weiter zu beachten, dass das Bundesgericht strenge Regeln im Hinblick auf den stillschweigenden Verzicht aufgestellt hat.

a) Allgemeine Schranke: Das zwingende Recht

Eine erste Gültigkeitsschranke für den Herausgabeverzicht bildet das zwingende Recht. Zwingend ist nach der Auslegung des Bundesgerichts die vollständige und wahrheitsgetreue Information über die erwarteten Vergütungen. Der blosser Hinweis auf die Existenz von Retrozessionen, wie er in den heutigen Verzichtsklauseln vorkommt, genügt den Anforderungen nicht⁶². Ungenügend ist auch, wenn der allgemeine Hinweis auf Retrozessionen mit dem Angebot verbunden wird, auf Anfrage genauere Informationen zu erteilen⁶³. Nach dem Prinzip des «informed consent», das hier zur Anwendung kommt, muss die Information vielmehr so beschaffen sein, dass sie aus sich heraus als Grundlage für die Entscheidungsfindung genügt. In diesen

⁶⁰ Für die zwingende Natur: WEBER, Basler Kommentar, Der einfache Auftrag, N 10, 21 zu Art. 400 OR. Differenzierend GAUTSCHI, Berner Kommentar, N 38 zu Art. 400 OR (Verzicht zum Voraus unzulässig). Für die Disponibilität: BRETON-CHEVALLIER, Le gérant de fortune indépendant, 164; DE CAPITANI, Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, 27; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, 554 f.; FELLMANN, Berner Kommentar, N 154 zu Art. 400 OR; LOMBARDINI, Droit bancaire, 506; WATTER, AJP 1998, 1177 Fn. 27; WERRO, Commentaire Romand, N 20 zu Art. 400 OR; WIEGAND/ZELLWEGER-GUTKNECHT, BBT 2004, 44.

⁶¹ BGE 132 III 460 E. 4.2 S. 465.

⁶² So auch NÄNNI/VON DER CRONE, SZW 2006, 383. Beispielhaft für eine solche Klausel (anonymisiert): Vergütungen von Dritten, die [X] im Zusammenhang mit der Verwaltung des Portfolios erhält, gelten als zusätzlicher Teil des Honorars.

⁶³ Tendenziell bejahend HSU/STUPP, GesKR 2006, 206, allerdings mit der Empfehlung zur Prozentangabe bis zur Klärung der Frage durch die Rechtsprechung.

(ungenügenden) Fällen kommt es zu einer Teilnichtigkeit: Der Vertrag gilt, aber ohne den Herausgabeverzicht. Entsprechend hat auch diejenige Kundin, welche einer solchen Klausel zugestimmt hat, einen Anspruch auf die Erstattung der Retrozessionen.

Fraglich bleibt, wie hoch die Informationslatte genau anzulegen ist. Zweifellos kann die (Vorab-)Information nicht den Detaillierungsgrad der nachträglichen Abrechnung erreichen und die effektiven Kosten betragsmässig genau ausweisen. Ein Vorschlag geht dahin, die Höhe der Retrozessionen in einer Prozentbandbreite des verwalteten Vermögens anzugeben⁶⁴. Ein anderes Modell verlangt, dass die erwarteten Retrozessionen betragsmässig beziffert werden und die Kundin jeweils separat informiert wird, wenn dieser Betrag überschritten wird⁶⁵. Eine weitere Meinung verlangt schliesslich ein Dreifaches: Die Kundin muss erstens über die Breite der Retrozessionsvereinbarungen (mit allen Partnern oder nur mit einer Auswahl), zweitens über die Grössenordnung der Retrozessionen betreffend die verschiedenen Partner und Produkte im Verhältnis untereinander und drittens über die Grössenordnung der erwarteten Retrozessionen zum Honorar informiert sein. Immerhin wird bei dieser letzten Lösung zugestanden, dass branchenkundige Parteien knapper informiert werden können⁶⁶. Wie die schweizerischen Gerichte entscheiden werden, ist noch offen. Der deutsche BGH fordert lediglich die Aufklärung über die Grössenordnung der Retrozessionen⁶⁷, was der Lösung mit der Angabe der Prozentbandbreite entsprechen dürfte⁶⁸. Eine solche Lösung erscheint auch insofern sachgerecht, als man sich mit Blick auf die gewählte Anlagestrategie auf Erfahrungswerte stützen kann. Der Kunde hat aufgrund der (zwingenden) Abrechnungspflicht später die Möglichkeit, die Information auf ihre Angemessenheit hin zu überprüfen.

⁶⁴ So HSU/STUPP, GesKR 2006, 206.

⁶⁵ So BÜRGI, Private 2007, 66.

⁶⁶ So NÄNNI/VON DER CRONE, SZW 2006, 383.

⁶⁷ BGH XI ZR 56/06 vom 19. Dezember 2006, E. 4b/bb.

⁶⁸ Strenger wiederum die deutsche Lehre, vgl. etwa BENICKE, Wertpapiervermögensverwaltung, 934: «Möglich und notwendig sind aber nähere Angaben über die Art und Herkunft der Zuwendungen. Anzugeben ist daher etwa, ob Bestandsprovisionen gezahlt werden, ob vom Umsatz abhängige Rückvergütungen für Wertpapiertransaktionen geleistet werden oder ob der Verwalter je nach Höhe des zugeführten Kundengeschäfts Research-Ergebnisse und ähnliche Leistungen von anderen Unternehmen erhält.»

b) AGB-spezifische Schranke: Die Ungewöhnlichkeitsregel

Selbst bei Annahme einer inhaltlich genügenden Information über die Retrozessionen und einem damit verbundenen gültigen Herausgabeverzicht stellt sich die Frage, ob eine solche Abrede ohne weiteres in den AGB enthalten sein darf.

Grundsätzlich sind AGB zwischen den Parteien verbindlich, sofern sie übernommen wurden⁶⁹. Unverbindlich trotz Übernahme sind solche AGB-Bestimmungen, die gegen zwingendes Recht oder eine sonstige «Schranke des Gesetzes» (Art. 19 Abs. 1 OR) verstossen⁷⁰. Als zwingend gilt – wie bereits oben erwähnt – die vom Bundesgericht aufgestellte Voraussetzung, wonach der Verzicht auf Herausgabe der Retrozessionen die vollständige und wahrheitsgetreue Information des Kunden über deren Höhe voraussetzt⁷¹. Ohne Information gibt es keinen gültigen Verzicht, weder in- noch ausserhalb von AGB. Unverbindlich sind sodann AGB-Bestimmungen, mit denen eine global zustimmende Partei nicht gerechnet hat und auch nicht rechnen musste (Ungewöhnlichkeitsregel)⁷². Als global übernommen gelten AGB-Bestimmungen, deren Inhalt eine Partei nicht zur Kenntnis nimmt, nicht überlegt oder nicht versteht⁷³. Ungewöhnlich sind insbesondere solche Klauseln, die vom gesetzlichen Rahmen des einschlägigen Vertragstypus abweichen⁷⁴. Die Ungewöhnlichkeitsregel wird im Übrigen nicht schon dadurch ausser Kraft gesetzt, dass in den übernommenen AGB steht, die Kundin habe die ihr übergebenen Bestimmungen ausdrücklich anerkannt⁷⁵.

Im Kontext der Vermögensverwaltung wirft die Frage der Übernahme kaum Probleme auf. Diese Verträge werden heute durchweg schriftlich abgeschlossen, was auch die Standesregeln der schweizerischen Vermögensverwalter so vorsehen⁷⁶. Der Kunde wird also regelmässig durch seine Unterschrift die Übernahme der AGB bestätigen. Damit bleibt die Frage, ob die Verzichtserklärung vor der Ungewöhnlichkeitsregel standhält, was zu verneinen ist. Mit Blick auf die Vertragswirklichkeit gilt heute zu Recht die

⁶⁹ Vgl. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, OR AT, Rz. 1128 ff.

⁷⁰ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, OR AT, Rz. 1138.

⁷¹ BGE 132 III 460 E. 4.2 S. 466.

⁷² GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, OR AT, Rz. 1141; BRUNNER, ZSR 1999, 325 ff.; BGE 119 II 443 E. 1a S. 446 m.w.N.

⁷³ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, OR AT, Rz. 1130.

⁷⁴ Zu diesem Kriterium der Ungewöhnlichkeit etwa BGE 119 II 443 E. 1a S. 446, m.w.N.

⁷⁵ GAUCH, Die Vertragshaftung der Banken, 209.

⁷⁶ Vgl. Art. 10 Standesregeln VSV.

Auffassung, dass jedenfalls die von einem professionellen Verwender gegenüber einem Konsumenten verwendeten AGB nur global übernommen werden⁷⁷. Bei Vermögensverwaltungs-AGB hat man es daher durchweg mit Globalübernahmen zu tun. Die darin enthaltenen Verzichtserklärungen sind zudem ungewöhnlich, da sie in erheblichem Masse von den Grundregeln des Auftragsrechts, wie sie in Art. 400 Abs. 1 OR vorgesehen sind, abweichen.

Die Ungewöhnlichkeitsregel gilt allerdings nicht absolut. Eine Partei kann sich dann nicht darauf berufen, wenn sie ausdrücklich auf eine fett gedruckte und gut lesbare Klausel aufmerksam gemacht wurde⁷⁸. Damit sind auch die Spielräume für die Vertragsgestaltung abgesteckt. Der Verzicht auf Herausgabe muss unmissverständlich formuliert sein, er muss graphisch hervorgehoben sein und man muss im Rahmen der Vertragsverhandlung ausdrücklich auf diese Klausel hinweisen⁷⁹. Das letzte Erfordernis hebt die Hürde für eine Verzichtserklärung noch einmal deutlich an. Beweis-pflichtig für den ausdrücklichen Hinweis ist der Vermögensverwalter, der aus der Verzichtserklärung das (Sonder-)Recht zur Rückbehaltung der Retrozessionen ableitet. Die erfolgreiche Berufung auf den Herausgabeverzicht ist letztlich nur bei Vorliegen einer separaten Verzichtserklärung sichergestellt. Damit ist sie aber auch nicht mehr Teil der AGB. Im praktischen Ergebnis bedeutet dies, dass die AGB keine genügende Grundlage für einen gültigen Herausgabeverzicht bieten.

c) Stillschweigender Verzicht

Das Bundesgericht hat sich im Retro-Entscheid auch mit den Voraussetzungen für einen stillschweigenden Herausgabeverzicht beschäftigt. Dessen Zulässigkeit an sich ist unstreitig, gilt doch im Obligationenrecht der Grundsatz, dass Erklärungen ausdrücklich oder stillschweigend erfolgen können (Art. 1 Abs. 2 OR). Die bundesgerichtlichen Hürden für einen stillschweigenden Verzicht sind allerdings derart hoch, dass seine praktische Bedeutung ausserordentlich gering sein dürfte.

⁷⁷ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, OR AT, Rz. 1130a; KOLLER, OR AT, § 23 Rz. 43, eine tatsächliche Vermutung. Vgl. HGer ZH, ZR 91–92 (1992–1993) Nr. 23, S. 79; HGer ZH, ZR 95 (1996) Nr. 48 S. 147 f.; BGE Pra 87, 1998, Nr. 9, S. 55. Im Übrigen scheinen auch die Gerichte die Ungewöhnlichkeitsregel ohne Prüfung der Globalübernahme anzuwenden, vgl. etwa den Sachverhalt in BGE 122 III 373.

⁷⁸ BGE Pra 87, 1998, Nr. 9, S. 55; HGer ZH, ZR 95 (1996) Nr. 48, S. 147 f.

⁷⁹ Ähnlich HSU/STUPP, GesKR 2006, 206 f.

Die Vorinstanz hatte wie folgt argumentiert: Die Kundin hatte Kenntnis darüber, dass dem Vermögensverwalter Retrozessionen zufließen. Sie konnte die Höhe der Retrozessionen aufgrund der Grösse des verwalteten Vermögens abschätzen. Sie hat nicht protestiert. Also durfte der Vermögensverwalter nach Treu und Glauben davon ausgehen, sie sei mit deren Rückbehaltung einverstanden⁸⁰. Das Bundesgericht liess dies nicht gelten. Nach seiner Auffassung ist der stillschweigende Verzicht nur unter folgenden Voraussetzungen möglich: Der Vermögensverwalter hat sich vergewissert, dass die Kundin ihm die Retrozessionen überlassen wollte. Die Kundin hat Kenntnis der konkreten Vereinbarung mit der Bank über die Höhe der Retrozessionen, und sie hat Kenntnis über die mutmassliche Häufigkeit der entschädigungspflichtigen Transaktionen⁸¹. Schon die erste Voraussetzung lässt die stillschweigende Zustimmung in den Bereich der Theorie entschwinden, denn ohne ausdrücklichen Verzicht wird es diese Gewissheit nicht geben: «Vergewissern» bedeutet «Nachfragen». Auf eine Nachfrage erhält man eine Antwort, und diese erfolgt in den allermeisten Fällen ausdrücklich. Aber auch das zweite Kriterium wirkt prohibitiv, denn von der *konkreten* Vereinbarung zwischen dem Vermögensverwalter und den Banken wird die Kundin so gut wie nie Kenntnis haben.

4. Verjährung

Wie jede andere Forderung unterliegt der Anspruch des Kunden auf Herausgabe der Retrozessionen der Verjährung. Soweit die Weiterleitung vereinbarungsgemäss innerhalb von bestimmten Zeitabschnitten erfolgen soll, gilt die Fünfjahresfrist von Art. 128 Ziff. 1 OR⁸². Vorliegend interessieren allerdings die «pathologischen» Fälle, in denen die Retrozessionen vertragswidrig verschwiegen und zurückbehalten wurden⁸³. Hier ist grund-

⁸⁰ Vgl. BGE 132 III 460 E. 4.4. S. 467 f.

⁸¹ Wörtlich: «Der Beklagte [hätte sich] zumindest vergewissern müssen, dass die Auftraggeberin ihm die im Rahmen der Vermögensverwaltung anfallenden Einnahmen als zusätzliche Entschädigung für seine Tätigkeit in Kenntnis der konkreten Vereinbarung mit den Banken über deren Höhe sowie der mutmasslichen Häufigkeit der entschädigungspflichtigen Transaktionen überlassen wollte.» BGE 132 III 460 E. 4.5. S. 469.

⁸² Zum Begriff der periodischen Leistungen im Sinne von Art. 128 Ziff. 1 vgl. etwa DÄPPEN, Basler Kommentar, N 2 zu Art. 128 OR.

⁸³ Konkret: A verwaltet das Vermögen des B seit 12 Jahren. Es steht fest, dass er den B nie über erhaltene Retrozessionen informiert und das Erhaltene nie herausgegeben hat. Wann verjährt der Rückforderungsanspruch?

sätzlich die Zehnjahresfrist von Art. 127 OR massgeblich⁸⁴. Die entscheidende Frage im Zusammenhang mit der Verjährung von zurückbehaltenen Retrozessionen betrifft freilich nicht die Dauer der Verjährung, sondern ihren Anfang: Beginnt die Verjährungsfrist mit dem Zufluss der Retrozession an den Vermögensverwalter, oder läuft sie erst mit der Beendigung des Auftragsverhältnisses?

a) Grundsatz: Verjährungsbeginn bei Vertragsende

Ansprüche aus Vermögensverwaltungsvertrag unterstehen für die Verjährung der Grundregel von Art. 130 Abs. 1 OR⁸⁵. Ausschlaggebend ist mithin die Fälligkeit der Forderung. Eine Forderung wird sofort – also mit ihrer Entstehung – fällig, sofern sich aus dem Vertrag oder aus der Natur des Rechtsverhältnisses nichts anderes ergibt (Art. 75 OR). Gemäss Bundesgericht entsteht beim Vermögensverwaltungsvertrag der Anspruch auf Erstattung der Vermögenswerte grundsätzlich bei Beendigung des Vertragsverhältnisses⁸⁶. Er wird sofort fällig und es beginnt die Verjährungsfrist zu laufen⁸⁷. Diese Regel hat das Bundesgericht in einem jüngeren Entscheid insoweit präzisiert, als der Beauftragte Vermögenswerte, die er für die Vertragserfüllung nicht benötigt, mangels anderer Abrede dem Auftraggeber sofort nach ihrem Erwerb herauszugeben hat⁸⁸.

⁸⁴ Zur Verjährungsfrist der auftragsrechtlichen Ablieferungspflicht, vgl. BGer vom 28. Oktober 1988, SJ 1989, 232; BGE 91 II 442 E. 5c S. 453; BGE 81 II 358 E. 3 S. 366.

⁸⁵ Vgl. BGE 91 II 442 E. 5b S. 452.

⁸⁶ BGE 91 II 442 E. 5b S. 451 f. Vgl. auch BGE 122 III 10 E. 5a S. 17 und sodann BGer vom 28. Oktober 1988, SJ 1989, 232. So auch die kantonalen Entscheide, siehe OGer ZH, ZR 80 (1981) Nr. 24, S. 77; ZivGer BS, BJM 1972, S. 138 f.

⁸⁷ Über den Entstehungszeitpunkt des Rückforderungsanspruchs besteht in der Lehre Uneinigkeit. Hingegen wird die praktische Frage des Verjährungsbeginns für die Rückgabe ganz überwiegend im Sinne des Bundesgerichts beantwortet: Verjährungsbeginn ist der Zeitpunkt der Vertragsbeendigung. Siehe etwa FELLMANN, Berner Kommentar, N 169 zu Art. 400 OR; GAUTSCHI, Berner Kommentar, N 45 d zu Art. 400 OR [vgl. aber N 20 b, wo er eine andere Auffassung vertritt]; WEBER, Basler Kommentar, Der einfache Auftrag, N 24 zu Art. 400 OR. MERZ, ZBJV 1967, 46 f.; BAERLOCHER, Hinterlegungsvertrag, 704. Ebenso für das deutsche Recht: WITTMANN, Staudinger Kommentar, N 14 zu § 667 BGB. Offen dagegen HOFSTETTER, SPR VII/6, 147. Kritisch insb. SPIRO, Verjährungs-, Verwirkungs- und Fatalefristen, 55 Fn. 17; KOLLER, AJP 2000, 245.

⁸⁸ BGer 4C.125/2002 vom 27. September 2002 E. 3.1., unter Hinweis auf BGE 91 II 442 E. 5 S. 451 und auf FELLMANN, Berner Kommentar, N 160 zu Art. 400 OR.

Für die Verjährung von Retrozessionsansprüchen ergibt sich daraus eine Verjährungsfrist von zehn Jahren nach Vertragsbeendigung, sofern man sie nicht der Sonderregel der sofortigen Herausgabepflicht unterstellt. Im ersten Fall würde ab Vertragsende für die Dauer von zehn Jahren die Summe aller aufgelaufenen Retrozessionen geschuldet. Im zweiten Fall würde die Verjährung zehn Jahre nach dem Erhalt der Retrozessionen eintreten – also möglicherweise noch während des laufenden Vertragsverhältnisses⁸⁹.

b) Sonderregel bei Retrozessionen?

Der für den Vermögensverwalter günstigere Verjährungsbeginn ab Erhalt der Retrozessionen setzt voraus, dass dieser die Retro-Beträge für die Erfüllung seiner Vertragspflicht nicht benötigt. Damit stellt sich als Nächstes die Frage nach der Vertragspflicht des Vermögensverwalters. Im Kern besteht sie in der Bewahrung und Verwaltung des Vermögens – dies ist auch der Grund, weshalb die Verjährung des Rückerstattungsanspruchs grundsätzlich erst bei Vertragsbeendigung beginnt: Solange man verwalten soll, kann man nicht zurückgeben, Verwaltungspflicht und Rückgabepflicht schliessen sich gegenseitig aus⁹⁰. Mit Blick auf die Retrozessionen könnte man geltend machen, dass der Vermögensverwalter für seine Geschäftsbesorgung nur diejenigen Vermögenswerte benötigt, die ihm zu Vertragsbeginn übergeben wurden. Tatsächlich ging es in den massgeblichen Bundesgerichtsentscheiden, welche die «Beendigungsverjährung» einführten, um die Herausgabe von Vermögenswerten, die der Beauftragte ursprünglich vom Auftraggeber erhalten hatte⁹¹.

Gegen eine solche Auffassung spricht allerdings, dass man damit eine künstliche Trennung zwischen den Retrozessionen und den anderen Vermö-

⁸⁹ Dies würde zusätzlich voraussetzen, dass das Bundesgericht mit dem Herausgabeanspruch auch die Fälligkeit und somit den Verjährungslauf einsetzen lässt, wovon auszugehen ist.

⁹⁰ So explizit in der Begründung des Bundesgerichts in BGE 91 II 442 E. 5b S. 451. Vgl. auch BGE 122 III 10 E. 5a S. 17.

⁹¹ In BGE 91 II 442 geht es um einen einer natürlichen Person zur Verwaltung anvertrauten Geldbetrag. Die einschlägigen Ausführungen in BGE 122 III 10 beziehen sich ebenfalls auf diesen Sachverhalt. In BGer vom 28. Oktober 1988, SJ 1989, 232, wird die Rückerstattung von einem bei einer Bank hinterlegten Geldbetrag geltend gemacht. Anders aber die kantonalen Entscheide, vgl. etwa OGer ZH, ZR 80 (1981) Nr. 24, wo die Herausgabe verschiedener Akten gefordert wird sowie in ZivGer BS, BJM 1972, 138 f., wo es um Vermögenswerte geht, welche der Beauftragte von Dritten erlangt hat. Vgl. dazu weiter unten im Text.

genszuflüssen vornimmt, die im Laufe des Verwaltungsverhältnisses zum Ursprungsvermögen hinzukommen und die – wie die Retrozessionen – von Dritten ausgerichtet werden. Denn unstreitig gehören etwa Dividendenzahlungen, Rückzahlungen von Obligationen oder Verkaufserträge mit zu den Vermögenswerten, die der Vermögensverwalter für seine Geschäftsbesorgung benötigt. Der Zweck der Vermögensverwaltung besteht ja nicht darin, das übergebene Nettovermögen zu halten und die jeweiligen Überschüsse dem Auftraggeber herauszugeben. Vielmehr wird ein Wachstum des Gesamtbetrages angestrebt, und dieser ist bei Beendigung des Vertrages als solcher herauszugeben. Diese zweite Auffassung wird auch durch kantonale Rechtsprechung gestützt:

So hat etwa das Zivilgericht des Kantons Basel-Stadt entschieden, dass der Anspruch des Auftraggebers auf Ablieferung von Inkassobeträgen, welche durch den Beauftragten einkassiert wurden, erst mit Beendigung des Auftragsverhältnisses als Ganzes entstehe und nicht etwa für jeden einzelnen Inkassobetrag bereits im Zeitpunkt des Erwerbs⁹². Gegenstand der dem Beauftragten obliegenden Ablieferungspflicht sei nicht eine einzelne, ihm zugekommene Sache, sondern ein «gesamtes Arbeitsergebnis ex nunc, gleichgültig, welche Zeit die Ausführungsarbeit in Anspruch genommen hat⁹³». In die gleiche Richtung geht ein Entscheid des Zürcher Obergerichts: Bei unselbständigen Leistungen, die zusammengehören, beginne die Verjährung früherer Leistungen erst mit der Gesamtleistung. In Bezug auf die Verjährung von Forderungen aus Berufsarbeit von Anwälten, Rechtsagenten und aus anderen Auftragsverhältnissen beginne sie daher erst mit dem Aufhören der Beziehungen zum Klienten⁹⁴. Es würde – so das Gericht – der Einheitlichkeit des Auftragsverhältnisses zuwider laufen, wenn für das akzessorische Nebenrecht der Ablieferungspflicht andere Verjährungspflichten gelten würden als für den Hauptanspruch⁹⁵.

c) Fazit

Angesichts der geltenden Rechtsprechung ist davon auszugehen, dass die zehnjährige Verjährungsfrist für die Forderung auf Herausgabe von Retrozessionen erst mit der Beendigung des Vermögensverwaltungsvertrages zu

⁹² Vgl. ZivGer BS, BJM 1972, 138 mit dem Hinweis auf GAUTSCHI, Berner Kommentar, N 20 b zu Art. 400 OR.

⁹³ ZivGer BS, BJM 1972, 138 f.

⁹⁴ OGer ZH, ZR 80 (1981) Nr. 24, S. 77.

⁹⁵ OGer ZH, ZR 80 (1981) Nr. 24, S. 77.

laufen beginnt. Damit entfällt *de facto* der Verjährungsschutz, denn bei Vertragsende können sogar Beträge geltend gemacht werden, die der Vermögensverwalter zu Beginn seiner Verwaltungstätigkeit als Retrozessionen erhalten hat – denn sie entstehen erst und werden erst fällig bei Vertragsende. In zeitlicher Hinsicht begrenzt wird die Herausgabepflicht immerhin indirekt durch die Buchführungspflicht, da Aufzeichnungen über «retro-relevante» Vorgänge grundsätzlich nur während zehn Jahren aufzubewahren sind (Art. 962 OR). Für weiter zurückliegende Jahre besteht aber insoweit ein Anspruch auf Einsicht, als der Vermögensverwalter über die Information verfügt, die Beschaffung vom Aufwand her zumutbar ist und die Kundin bereit ist, die Kosten zu übernehmen⁹⁶.

5. Haftung der Retro-Zahlstelle (Banken)

Offen blieb im Grundsatzentscheid vom März 2006 die Frage nach der Haftung der Retro-Zahlstellen, namentlich also der Banken, die dem Vermögensverwalter solche Vergütungen ausrichten. Relevant wird die Frage insbesondere dann, wenn der unabhängige Vermögensverwalter zahlungsunfähig wird – oder wenn er gar mit den Kundengeldern verschwindet. In solchen Fällen sind die Banken die nächsten «Ansprechpartnerinnen», um die verlorenen Investitionen ganz oder teilweise wieder wettzumachen. Die Bank geht mit dem Kunden eines externen Vermögensverwalters regelmässig verschiedene Verträge ein. Bei einer Klage der Kunden gegen die Bank steht als Anspruchsgrundlage demnach die Haftung aus Vertrag im Vordergrund. Ihre erfolgreiche Geltendmachung setzt den Schaden, die Vertragsverletzung, die Kausalität und das Verschulden voraus.

a) Schaden

Einen Schaden erleidet die Kundin zunächst einmal in der Höhe der einbehaltenen Retrozessionen, denn damit unterbleibt die entsprechende Vermehrung ihres Vermögens. Kommt es effektiv zur Klage gegen die Bank, so wird es sich allerdings meistens um einen Katastrophenfall handeln, bei dem es nicht nur um Retrozessionen, sondern um Verluste aus dem Vermögensverwaltungsgeschäft geht. Diese Verminderung der Aktiven stellt unstreitig

⁹⁶ OGer ZH, ZR 101 (2002) Nr. 26, S. 100 f. unter Hinweis auf OGer ZH, ZR 64 (1965) Nr. 136, E. 3.

einen Schaden dar und die Kundin wird diesen im Rahmen der Bankhaftungsklage geltend machen wollen⁹⁷.

b) Vertragsverletzung

Damit die Kundin mit ihrem Schadenersatzanspruch durchdringt, muss sie der Bank eine Vertragsverletzung nachweisen können.

aa) Informationspflicht

Die Kundin schliesst im Regelfall mit der Bank einen Depot-, einen Kontokorrent- und einen Kommissionsvertrag ab⁹⁸. Mit Ausnahme des Kommissionsvertrags sind diese Verträge im Obligationenrecht nicht ausdrücklich geregelt. Sie enthalten aber allesamt auftragsrechtliche Elemente und unterstehen im Hinblick auf die Sorgfalts- und Treuepflicht auftragsrechtlichen Massstäben⁹⁹. Im Auftragsrecht besteht eine Informationspflicht des Beauftragten mit Blick auf Tatsachen, die für den Auftraggeber von Bedeutung sind¹⁰⁰. Den Retrozessionen kommt eine solche Bedeutung zu:

Retrozessionen sind bedeutsam, weil die Bank Zahlungen ausrichtet, die eine sachfremde Entscheidung auf Kosten ihres Kunden begünstigt. Die Lehre bejaht denn auch ganz überwiegend eine Informationspflicht der Banken¹⁰¹. Auch in Deutschland lässt die Rechtsprechung diesbezüglich keine

⁹⁷ Zur Berechnung des Schadens im Allgemeinen, vgl. WEBER, Anlageschäden, II/2/c (Beitrag in diesem Band).

⁹⁸ Vgl. WIEGAND/ZELLWEGER-GUTKNECHT, BBT 2004, 41.

⁹⁹ Für den Kommissionsvertrag ergibt sich dies ausdrücklich aus der Verweisung in Art. 425 Abs. 2 OR. Für den Kontokorrentvertrag vgl. etwa BGE 110 II 283 E. 1 S. 284 m.w.H. Für den (offenen) Depotvertrag vgl. etwa BGE 101 II 117 E. 5 S. 119 f., BGE 94 II 167 E. 2 S. 169; z.T. kritisch THOMAS KOLLER, Basler Kommentar, N 16 zu Art. 472 OR.

¹⁰⁰ Rechtsgrundlage ist Art. 398 Abs. 2 OR. Vgl. BGer 4C.186/1999 vom 18. Juli 2000 E. 2a; BGE 115 II 62 E. 3a S. 65; WEBER, Basler Kommentar, Der einfache Auftrag, N 4 zu Art. 400 OR m.w. H. Über das Mandatsverhältnis im Sinne von Art. 394 OR bejaht die Lehre ausserdem eine allgemeine Informationspflicht für Fälle, in denen fremdes Gut anvertraut wird. Vgl. EPPENBERGER/LIMBURG/SUPINO, Festschrift Druey, 717.

¹⁰¹ Vgl. etwa BRETTON-CHEVALLIER, Le gérant de fortune indépendant, 165 f.; ROTH, Dreiecksverhältnis Kunde – Bank – Vermögensverwalter, Rz. 58; WIEGAND/ZELLWEGER-GUTKNECHT, BBT 2004, 46; Ansatzweise bereits DE BEER, SZW 1998, 133 Fn. 68; WATTER, AJP 1998, 1177. Siehe auch HERTIG/SCHUPPISSER, Kommentar Kapitalmarktrecht, N 70, 93 zu Art. 11 BEHG; WYSS, Verhaltensregeln für Effekthändler, 170 f., welche die Informationspflicht für Kommissions-Retrozessionen gestützt auf die Doppelnorm in Art. 11 BEHG bejahen. Dagegen allerdings DE CAPITANI, Retro-

Zweifel offen. Schon in einem Urteil aus dem Jahr 2000 hat der deutsche BGH festgehalten: «Eine Bank, die mit einem Vermögensverwalter ... [Retrozessionen] vereinbart, schafft dadurch für den Vermögensverwalter einen Anreiz, sowohl bei der Auswahl der Bankverbindung als auch hinsichtlich der Anzahl und des Umfangs der für seine Kunden über eine Bank abzuwickelnden Geschäfte nicht allein das Interesse des Kunden, sondern auch das eigene Interesse an möglichst umfangreichen Vergütungen der Bank zu berücksichtigen. Über diese *von ihr geschaffene Gefährdung* hat die Bank den Kunden ... aufzuklären.»¹⁰² Die Bank kann sich mit anderen Worten nicht auf den Standpunkt stellen, die Retrozessionsfrage sei eine Angelegenheit, die allein zwischen dem Vermögensverwalter und der Kundin zu regeln sei. Sie ist es, die mit der Zahlung die Gefahr einer Interessenverletzung ihrer Kundin schafft, und sie ist es auch, die von der Zuführung des Kundenvermögens profitiert. Insofern unterliegt sie selbst einem Interessenkonflikt und es trifft sie auch eine eigenständige Informationspflicht gegenüber der Kundin, die unabhängig von der parallel existierenden Aufklärungspflicht des Vermögensverwalters besteht. Entsprechend genügt es für eine Haftungsbefreiung nicht, wenn sie in ihrem Rahmenvertrag mit dem Vermögensverwalter dessen Informationspflicht gegenüber der Kundin statuiert. Sie ist in ihrer Vertragsbeziehung zur Kundin direkt für die Information verantwortlich. Eine Delegation der Aufklärung an den Vermögensverwalter ist zulässig. Doch ist zu beachten, dass der Vermögensverwalter diesfalls Hilfsperson ist und sein Verhalten der Bank zuzurechnen ist.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die Bank verpflichtet ist, der Kundin über die von ihr bezahlten Retrozessionen zu informieren. Unterlässt sie es, begeht sie eine Vertragsverletzung.

bb) Ausmass

Steht fest, dass die Bank in der Retrozessionsfrage einer eigenständigen Informationspflicht unterliegt, so stellt sich die Frage, wie detailliert diese Information zu erfolgen hat. Schon heute enthalten die Kundenverträge

zessionen an externe Vermögensverwalter, 34, welcher lediglich ein Recht, nicht aber eine Pflicht bejaht.

¹⁰² BGH XI ZR 349/99 vom 19. Dezember 2000 E. 2b = BGHZ 146, 235, Hervorhebung beigelegt. Vgl. auch OLG Stuttgart 9 U 171/03 vom 16. Februar 2005 E. 1b («Die Beklagte [Bank] traf eine unbedingte und uneingeschränkte eigenständige Aufklärungsverpflichtung gegenüber der Klägerin») und E. 1b/aa («Gegen diese durch sie geschaffene Gefahr hatte die Beklagte Vorsorge durch Aufklärung zu treffen.»).

gewisser Banken einen Passus, der diese über den allfälligen Erhalt von Retrozessionen und deren mögliche Einbehaltung durch den Vermögensverwalter informiert¹⁰³. Ob dies genügt, ist höchst zweifelhaft. Aus der Eigenständigkeit der Informationspflicht folgt, dass diese für sich allein – und damit unabhängig von der parallelen Offenlegungspflicht des Vermögensverwalters – der Kundin erlauben muss, sich ein umfassendes Bild über die retrozessionsbedingte Gefährdungslage zu machen. Die eigenständige Informationspflicht ist also zugleich eine uneingeschränkte Informationspflicht¹⁰⁴, die nach der Formel des Bundesgerichts vollständig und wahr sein muss.

c) Kausalzusammenhang

Der Kausalzusammenhang bestimmt sich bei Unterlassungen danach, ob der Schaden auch bei Vornahme der unterlassenen Handlung eingetreten wäre¹⁰⁵. Abgestellt wird auf einen hypothetischen Kausalverlauf, für den nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung eine überwiegende Wahrscheinlichkeit sprechen muss¹⁰⁶.

aa) Retrozessionsschaden

Beim Ersatzanspruch für die Retrozessionen ist demnach zu prüfen, ob die Kundin nach überwiegender Wahrscheinlichkeit bei Kenntnis der Retrozessionen ihr Einverständnis zu den von der Bank erhobenen Gebühren gegeben hätte. Mit dieser Frage hat sich das Bundesgericht bereits in einem Strafrechtsurteil befasst und es hat die Feststellung der Vorinstanz geschützt, wonach die Kundin bei entsprechender Information ihr Einver-

¹⁰³ Die Klauseln variieren im Einzelnen, sie sind aber durchweg sehr allgemein abgehalten. Als (anonymisiertes) Beispiel: Der Kunde nimmt zur Kenntnis, dass die Bank dem Vermögensverwalter Vergütungen auf den von ihm vermittelten Kundengeschäften entrichten kann.

¹⁰⁴ So auch die deutsche Rechtsprechung, vgl. etwa OLG Stuttgart 9 U 171/03 vom 16. Februar 2005 E. 1b («[U]nbedingte und uneingeschränkte eigenständige Aufklärungspflicht.»).

¹⁰⁵ Das Bundesgericht liess bislang offen, ob es gleich wie die deutsche Rechtsprechung bei solchen Fällen eine Beweislastumkehr vornehmen will und derjenige, der Aufklärungspflichten verletzt, dafür beweispflichtig ist, dass der Schaden auch eingetreten wäre, wenn er sich pflichtgemäss verhalten hätte. Vgl. BGE 124 III 155 E. 3d S. 166.

¹⁰⁶ BGE 124 III 155 E. 3d S. 165 (spekulative Anlagegeschäfte).

ständnis verweigert hätte¹⁰⁷. Für den Ersatzanspruch von Retrozessionen ist der Kausalzusammenhang mithin zu bejahen.

bb) Übriger (Anlage-)Schaden

Schwieriger ist es beim Ersatzanspruch für klassische Anlageschäden, die eine Verminderung des Aktivbestands bewirken. Hier liegt die Kausalitätsschwelle höher, weil eine überwiegende Wahrscheinlichkeit dafür sprechen muss, dass die Kundin bei entsprechender Information – also bei Kenntnis der Zahlungsvereinbarung – ihr Anlagevermögen dem Vermögensverwalter nicht anvertraut bzw. dieses sofort zurückgezogen und dadurch den erlittenen Anlageverlust vermieden hätte.

Diesbezüglich könnte man vorbringen, dass angesichts der weiten Verbreitung die Kunden solche Retrozessionszahlungen vermuten und die überwiegende Wahrscheinlichkeit dafür spricht, dass sie die Geschäftsbeziehung dennoch eingegangen wären bzw. sie nicht beendet hätten. Die höchstgerichtliche Antwort auf dieses Argument steht noch aus¹⁰⁸. Man sollte allerdings im Blick behalten, dass das Bundesgericht sich im Retro-Entscheid dezidiert dagegen ausgesprochen hat, aus der allgemeinen Verbreitung der Einbehaltung von Retrozessionen einen Ortsgebrauch abzuleiten und so dieser verpönten Praxis das Legitimitätssiegel zu verleihen¹⁰⁹. Es ist daher zu vermuten, dass es auch im vorliegenden Kontext solchen Argumenten mit Skepsis begegnet. Die deutsche Rechtsprechung hat diesem Argument jedenfalls keine entscheidende Bedeutung zugemessen und hält dafür, dass ein rational abwägender Anleger bei entsprechender Kenntnis die Geschäftsbeziehung nicht angefangen bzw. sofort abgebrochen hätte¹¹⁰.

¹⁰⁷ Vgl. BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2005 E. 3.5. Dort ging es allerdings um ungewöhnlich hohe Retrozessionszahlungen. Mit Blick auf die Ultima-Ratio-Funktion des Strafrechts wird man im Zivilrecht die Kausalität bereits bei marktüblichen Retrozessionen bejahen.

¹⁰⁸ Zurückhaltend WEBER, Anlageschäden, II/3/c/4 (Beitrag in diesem Band), siehe auch Fn. 110.

¹⁰⁹ BGE 132 III 460 E. 4.3. S. 466.

¹¹⁰ Im Grundsatz bereits BGH – XI ZR 349/99 vom 19. Dezember 2000 E. 2c/bb = BGHZ 146, 235, 239 ff. Angewendet von OGL Stuttgart – 9 U 171/03 vom 16. Februar 2005 E. 2b und 2c, Revision vom BGH abgelehnt, unpublizierter Entscheid BGH – XI ZR 73/05. Allerdings konnte man in diesem Fall zusätzlich darauf abstellen, dass der Anlageberater offenbar betrügerisch tätig gewesen war. Kritisch zu dieser Rechtsprechung: WEBER, Anlageschäden, II/3/c/4 (Beitrag in diesem Band).

d) Verschulden

Schliesslich steht auch das Verschulden der Bank ausser Zweifel: Durch ihre Unterlassung weicht sie vom normativ geforderten Durchschnittsverhalten ab, wobei sie bewusst – mit Wissen und Wollen – über die Retrozessionen schweigt. Somit handelt sie absichtlich.

e) Fazit

Die Bank ist vertraglich verpflichtet, die Kundin umfassend über Rückvergütungen zu informieren, die sie dessen Vermögensverwalter zukommen lässt. Kommt sie dieser Pflicht nicht rechtsgenügend nach, so hat die Kundin gegen die Bank mindestens einen Schadenersatzanspruch in Höhe der erfolgten Zahlungen. Zudem besteht für die Bank das ernsthafte Risiko, auch für solche Anlageschäden eintreten zu müssen, die der Vermögensverwalter pflichtwidrig und schuldhaft verursacht hat.

IV. Strafrechtliche Konsequenzen

Über die zivilrechtlichen Aspekte hinaus stellt sich die Frage nach den Auswirkungen des Grundsatzentscheids vom 22. März 2006 auf die strafrechtliche Relevanz von Retrozessionen. Der Kassationshof hat in den letzten Jahren einige Entscheide gefällt, bei denen Rückvergütungsmodelle im Zentrum standen; die jüngeren nehmen teilweise bereits auf das Zivilurteil Bezug. Ausgehend vom sogenannten «Retro-Normalfall» soll nachfolgend das strafrechtliche Risiko für Retro-Zahlstellen und Retro-Empfänger genauer untersucht werden – wobei teilweise vereinfachend von der Standard-Konstellation ausgegangen wird, wonach die Banken als Retro-Zahlstellen Rückvergütungen an die Vermögensverwalter (Retro-Empfänger) ausrichten. Im Vordergrund stehen folgende Straftatbestände: Die ungetreue Geschäftsführung, die Veruntreuung, der Betrug und schliesslich die im UWG geregelte Privatbestechung.

1. Ausgangspunkt: Der «Retro-Normalfall»

Nicht zuletzt mit Blick auf die verschiedenen strafrechtlichen Entscheide im Zusammenhang mit Rückvergütungsmodellen erscheint es für die Einschätzung des strafrechtlichen Risikos angebracht, von einem Beispielfall auszugehen, welcher der breiten Realität von Rückvergütungsmodellen

entspricht – dem «Retro-Normalfall». Im Retro-Normalfall erhält der Vermögensverwalter für quantitativ und qualitativ angemessene Verwaltungshandlungen von der Bank marktübliche Retrozessionen im Zusammenhang mit Dienstleistungen, welche die Bank der Kundin zu marktüblichen Preisen verrechnet. Weiter sei unterstellt, dass der Vermögensverwalter der Kundin die erhaltenen Retrozessionen vertragswidrig vorenthält.

2. Ungetreue Geschäftsführung

Die ungetreue Geschäftsführung ist in Art. 158 StGB geregelt. Nach dieser Bestimmung macht sich schuldig, wer aufgrund des Gesetzes, eines behördlichen Auftrags oder eines Rechtsgeschäftes damit betraut ist, das Vermögen eines andern zu verwalten oder eine solche Vermögensverwaltung zu beaufsichtigen und dabei unter Verletzung seiner Pflichten bewirkt oder zulässt, dass der andere am Vermögen geschädigt wird. Strafverschärfend wirkt sich das Handeln in Bereicherungsabsicht aus¹¹¹.

Relevant ist diese Strafbestimmung primär für die Empfänger von Retrozessionen, also insbesondere die Vermögensverwalter. Wer solche Zahlungen ausrichtet, macht sich allenfalls der Gehilfenschaft schuldig. Insofern ist der Straftatbestand auch für die Banken beachtlich, die regelmässig als Retro-Zahlstelle fungieren.

a) Erhöhte Anforderung an die Pflichtverletzung

Tatbestandselemente der ungetreuen Geschäftsführung sind nach der oben aufgeführten Norm die Vermögensverwaltung oder die Aufsicht darüber, die Pflichtverletzung, und schliesslich der Schaden. Auf der Seite des subjektiven Tatbestands ist zudem Vorsatz oder mindestens Eventualvorsatz erforderlich¹¹².

Im Retro-Normalfall ist der Vermögensverwalter Empfänger von Zahlungen seitens der Bank. Also ist dieses Tatbestandselement erfüllt¹¹³. Auch

¹¹¹ Statt Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe lautet hier die Strafandrohung auf Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu fünf Jahren (Art. 158 Ziff. 1 StGB).

¹¹² Zum Erfordernis des Eventualvorsatzes etwa BGE 129 IV 124 E. 3.1 S. 125; STRATEN-WERTH/JENNY, Strafrecht BT I § 19 Rz. 18.

¹¹³ Bundesgericht und Lehre verlangen eine hinreichende Selbständigkeit bei der Verfügung über das fremde Vermögen oder Teile desselben, vgl. BGE 129 IV 124 E. 3.1. S. 126; BGer 6S.711/2000 vom 8. Januar 2003 E. 4.3; BGE 120 IV 190 E. 2b S. 192; BGE 118 IV 244 E. 2a S. 246; BGE 105 IV 307 E. 2a S. 311. Für die Lehre statt vieler: TRECHSEL, Kurzkommentar Strafrecht, N 2 zu Art. 158 StGB, m.w.N. Einfache Angestellte von

die Pflichtverletzung, der Schaden und der Vorsatz bzw. Eventualvorsatz bieten auf den ersten Blick wenig Schwierigkeiten: Im Anschluss an den zivilrechtlichen Grundsatzentscheid des Bundesgerichts steht ausser Zweifel, dass für Retrozessionen eine Herausgabepflicht besteht, sofern darauf nicht rechtsgültig verzichtet wurde¹¹⁴. Der Entscheid wurde in der Zwischenzeit vom Kassationshof rezipiert¹¹⁵. Sodann bewirkt die Rückbehaltung dieser Zahlungen beim Kunden unstreitig eine unterbliebene Vermögensvermehrung¹¹⁶. Schliesslich ist zumindest seit der publizierten aktuellen Rechtsprechung auch der Vorsatz zu bejahen¹¹⁷.

Allerdings hat das Bundesgericht unter dem altrechtlichen Straftatbestand der ungetreuen Geschäftsführung zusätzliche Erfordernisse aufgestellt, die auch für die revidierte Strafrechtsbestimmung gelten dürften. Danach genügt der Verstoss gegen die zivilrechtliche Herausgabepflicht nicht, um die strafrechtliche Pflichtverletzung zu bejahen¹¹⁸. Eine solche liegt erst vor, wenn der Geschäftsführer darüber hinaus seine Verfügungsmacht missbraucht, indem er sich durch die Zuwendung in seiner Geschäftsführung ungebührlich beeinflussen lässt¹¹⁹. Ungebührlich ist die Einflussnahme dann, wenn sie eine Verletzung der Vermögensinteressen des Geschäfts-

Vermögensverwaltungsgesellschaften, welche der ständigen Kontrolle von Vorgesetzten unterliegen und die Anlageentscheide nicht selbständig treffen, erfüllen diese Bedingung nicht.

¹¹⁴ BGE 132 III 460, E. 4.1 i.V.m. E. 4.3 und 4.5 S. 464 ff.

¹¹⁵ BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 22. Juni 2006, E. 3.2. Einen Monat zuvor hatte der Kassationshof die Frage noch offen gelassen, vgl. BGer 6P.107/2005 vom 3. Februar 2006, E. 5.3.2.

¹¹⁶ NIGGLI, Basler Kommentar, N 112 zu Art. 158 StGB.

¹¹⁷ Der Vorsatz umfasst in der vorliegenden Konstellation die Pflichtverletzung, den Schädigungserfolg sowie den Kausalzusammenhang, BGE 120 IV 190 E. 2b S. 193 f.; BGer, RStrS 1976 Nr. 54, 51; BGE 86 IV 12 E. 5 S. 15 f. Vgl. auch BGE 105 IV 189 E. 1b ff. S. 191 f. sowie BGE 105 IV 307 E. 4c S. 314 (speziell zur Schädigungsabsicht). Für die Literatur statt vieler: NIGGLI, Basler Kommentar, N 115 zu Art. 158 StGB; URBACH, Ungetreue Geschäftsführung, 77 f.; VOLLMAR, Ungetreue Geschäftsführung, 102 f. Bis zur Klarstellung durch die Rechtsprechung wäre den Zahlungsempfängern wohl die Berufung auf den Verbotsirrtum (HERITIER, Les pots-de-vin, 97) bzw. den Sachverhaltsirrtum (SCHUBARTH, Diskussionsbeitrag, in diesem Band) zuzugestehen.

¹¹⁸ Zuletzt BGE 129 IV 124 E. 4.1 S. 127 f. Gleich BGer 6S.711/2000 vom 8. Januar 2003 E. 4.5 (Parallellfall, andere Angeklagtenkonstellation). Die Rechtsprechung geht zurück auf einen unpublizierten Bundesgerichtsentscheid aus dem Jahr 1968, vgl. BGer 161/68 vom 14. Juni 1968 E. 1, u.a. zitiert in BGer 6S.711/2000 vom 8. Januar 2003 E. 4.5.

¹¹⁹ Vgl. BGE 129 IV 124 E. 4.1 S. 127 f. (Schuldspruch); BGer 6S.711/2000 vom 8. Januar 2003 E. 4.5, Parallellfall (Freispruch). BGer 161/68 vom 14. Juni 1968, E. 1 (Freispruch).

herrn bewirkt. Die Vermögensinteressen sind namentlich dann verletzt, wenn der Geschäftsabschluss nicht zu den bestmöglichen Konditionen erfolgt¹²⁰. Hingegen fehlt es an einer solchen Einflussnahme, wenn der Geschäftsführer vorgängig keine Kenntnis von der Zuwendung hat und sie erst im Nachhinein – als eine Art unerwartete Belohnung – ausgerichtet wird¹²¹.

b) Folgen für den Retrozessionskontext

Nach dem Gesagten erfüllt die bloße Zurückbehaltung der Retrozessionen den Straftatbestand der ungetreuen Geschäftsführung nicht. Die Schwelle der Strafbarkeit ist erst erreicht, wenn der Vermögensverwalter durch die Zahlung dazu verleitet wird, nachteilige Verwaltungsentscheide zu treffen, und dem Kunden daraus ein Schaden entsteht. Der Retro-Normalfall bleibt unterhalb dieser Strafbarkeitsschwelle: Erstens trifft der Vermögensverwalter im Normalfall keine objektiv feststellbar nachteiligen Verwaltungshandlungen. Selbst wenn dies der Fall wäre, so könnte man ihm kaum nachweisen, dass er durch die Rückvergütung zu dieser Handlung verleitet wurde, wenn diese – so der unterstellte Normalfall – der marktüblichen Spannbreite entspricht. In einem solchen Fall hätte nämlich der Vermögensverwalter auch bei der bestmöglichen Verwaltungshandlung dieselbe Vergütung erzielt.

Zu bedenken ist allerdings, dass – wie im Diskussionsbeitrag von MARTIN SCHUBARTH dargelegt¹²² – der Vermögensverwalter eine weitere Pflichtverletzung begeht, die vom Bundesgericht nicht thematisiert wurde, nämlich die Verletzung der *Abrechnungspflicht*. Ob diese Verletzung, gleich wie im Falle der Herausgabepflicht, für sich alleine nicht ausreicht, um die strafrechtliche Pflichtverletzung zu bejahen, wurde bislang nicht entschieden. Nach der hier vertretenen Meinung sollte es sich im Hinblick der *ultima ratio*-Funktion des Strafrechts gleich verhalten wie mit der Herausgabepflicht.

¹²⁰ Vgl. BGer 6S.711/2000 vom 8. Januar 2003 E. 4.5; BGer 161/68 vom 14. Juni 1968, E. 1.

¹²¹ BGer 6S.711/2000 vom 8. Januar 2003 E. 4.5; BGer 161/68 vom 14. Juni 1968 E. 1. Die Behauptung der fehlenden Kenntnissnahme wird allerdings im Einzelfall anhand der marktkonformen Geschäftsführung überprüft, vgl. die genannten Entscheide am angegebenen Ort.

¹²² Siehe dazu hinten, SCHUBARTH, Diskussionsbeitrag (in diesem Band).

c) Strafrechtliches Restrisiko

Selbst wenn man die zivilrechtliche Pflichtverletzung für die Strafbarkeit nicht genügen lässt, so bleibt für die Zahlungsempfänger von Retrozessionen dennoch ein strafrechtliches Restrisiko, und dies in zweifacher Hinsicht:

aa) Strafbarkeit trotz marktkonformer Transaktion?

Ausgerechnet im jüngsten und soweit einzigen amtlich publizierten Entscheid hat das Bundesgericht den Straftatbestand von Art. 158 StGB bejaht, obwohl nach seiner Feststellung die Anlageentscheidung zu marktkonformen Konditionen erfolgte¹²³. Dabei bejahte es das Tatbestandselement der Verletzung der Vermögensinteressen allein gestützt auf die Tatsache, dass der Geschäftsführer die Entscheidung von der Zuwendung einer Zahlung abhängig gemacht hatte¹²⁴. Bleibt es dabei, so wird der Spielraum für die Empfänger von Retrozessionszahlungen eng: Dass nämlich die Vermögensverwalter ihre Anlageentscheidung in aller Regel von Retrozessionszahlungen abhängig machen, zeigt sich schon an der geringen Wahrscheinlichkeit, mit der ein Anbieter von Produkten und Dienstleistungen bei einer Anlageentscheidung zum Zuge käme, wenn er die üblichen Retrozessionszahlungen *nicht* ausrichten würde.

Allerdings muss hier die Sonderkonstellation des Entscheidfalls berücksichtigt werden. Gegenstand der Anklage war nicht die Schädigung der Kunden, sondern die Schädigung einer Arbeitgeber-Bank, deren Angestellter die Retrozessionen zurückbehalten hatte¹²⁵. Der Angeklagte hatte mit dem Bankangestellten zusammengewirkt und ihm diese Zahlungen ausgerichtet, weshalb er der Gehilfenschaft zur ungetreuen Geschäftsführung angeklagt war. Er machte geltend, es fehle am Straftatbestand des Schadens, mit folgender Begründung: Die Zahlungen seien einerseits mittels Kurschnitten finanziert, andererseits seien die Wertschriften nicht zum bestmöglichen Kurs erworben worden. Die Vereinbarung von kundenschädigenden

¹²³ BGE 129 IV 124.

¹²⁴ BGE 129 IV 124 E. 4.1 S. 128: «Indem A. den Abschluss des Geschäfts von dieser Zuwendung an ihn persönlich abhängig machte und sich nur deshalb im Anlagekomitee für das Engagement der Bank in die Titel der Hanover Gold stark machte, stellte er seine privaten Interessen pflichtwidrig vor diejenigen seiner Arbeitgeberin. Damit hat er deren Vermögensinteressen verletzt.» [Hervorhebung hinzugefügt]. In derselben Erwägung führt das Bundesgericht zudem aus: «Dass sich die Vereinbarung auf den Preis der Aktien ausgewirkt hat, trifft nicht zu...».

¹²⁵ Der Angestellte wurde von der Vorinstanz der qualifizierten ungetreuen Geschäftsführung für schuldig befunden, vgl. den Hinweis in BGE 129 IV 124 E. 1.1 S. 125.

Transaktionen sei rechtswidrig und daher nichtig im Sinne von Art. 20 OR. Entsprechend seien diese (Retro-)Zahlungen nicht geschuldet gewesen. Also habe der Bankangestellte auch keine Ablieferungspflicht verletzt. Wo keine Ablieferungspflicht bestehe, könne die Bank als Arbeitgeberin auch keinen Schaden erleiden¹²⁶. Bundesgericht und Vorinstanz erhoben keine inhaltlichen Widersprüche gegen diese Argumentation, sie hielten aber dem Angeklagten entgegen, die Transaktionen seien zu marktkonformen Preisen erfolgt. Damit überwandten sie die Hürde des vermeintlich fehlenden Ablieferungsanspruchs und – damit verbunden – des fehlenden Schadens. Die Überwindung erfolgte allerdings um den Preis einer inkonsistenten Argumentation mit Blick auf den Tatbestand der Pflichtverletzung, die diesmal ohne das Zusatzelement der unvorteilhaften Anlageentscheidung bejaht wurde¹²⁷.

Angesichts des besonderen Sachverhalts ist aus dieser Entscheidung nicht auf eine Änderung der Rechtsprechung zu schliessen. Im Regelfall ist diese Argumentationslinie denn auch überflüssig: Geht es um die Schädigung der Kundin – die hier ausnahmsweise nicht Gegenstand der Anklage war – so ist der Einwand des fehlenden Schadens wegen fehlender Herausgabepflicht unbehelflich. Die Kundin wird zusätzlich durch die – vom Angeklagten selbst behaupteten – nachteiligen Anlageentscheide geschädigt. Was schliesslich die Herausgabepflicht an sich angeht, so wird Folgendes übersehen: Der Grundsatz der «Best Execution», dessen Verletzung der Angeklagte behauptete, findet seine Grundlage in der Doppelnorm des Art. 11 BEHG. In ihrer privatrechtlichen Gestalt gilt diese Norm zwischen dem Geschäftsführer und der Kundin. Die Verletzung der vertraglichen Rechte der Kundin macht aber den Vertrag zwischen den anderen beiden Parteien nicht widerrechtlich im Sinne von Art. 20 OR¹²⁸. Bleibt der Verstoss

¹²⁶ Vgl. die ausführlichere Darstellung in der ungekürzten Internetversion von BGE 129 IV 124: BGer 6S.712/2000 vom 8. Januar 2003 E. 2.1. Zur strafrechtlichen Relevanz der zivilrechtlichen Widerrechtlichkeit siehe BGE 117 IV 139 E. 3 S. 143 ff., insb. E. 3 d/aa («Das Strafrecht als ‚ultima ratio‘ kann nicht Vermögen schützen, welches zivilrechtlich nicht geschützt ist.»). Weiter machte der Angeklagte geltend, die Bank sei sowieso zur Weiterleitung der Zahlungen an die Kunden verpflichtet gewesen; entsprechend fehle der Ablieferungsanspruch und damit auch der Schaden. Darauf gingen die Vorinstanz und das Bundesgericht zu Recht nicht ein: Dass – sofern die Kunden nicht auf die Weiterleitung verzichtet haben – grundsätzlich eine Pflicht zur Weiterleitung besteht, ändert nichts am Ablieferungsanspruch der Bank.

¹²⁷ BGE 129 IV 124 E. 4.1 und 4.2 S. 127 ff.

¹²⁸ Vgl. statt vieler: GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, OR AT, Rn. 652.

gegen Art. 11 BEHG in seiner aufsichtsrechtlichen Gestalt. Verstösse gegen Normen des öffentlichen Rechts unterliegen der Rechtsfolge von Art. 20 OR nur dann, wenn ihr Sinn und Zweck es erfordert. Dies ist hinsichtlich Art. 11 BEHG nicht ohne weiteres ersichtlich, soll sie doch der Aufsichtsbehörde vor allem als Hebel dienen, um die Gewährsbestimmung durchzusetzen. Selbst die allfällige zivilrechtliche Nichtigkeit der Vereinbarung zwischen dem Angeklagten und dem Bankangestellten würde aber ohne Einfluss auf die Gültigkeit zwischen dem Bankangestellten und der Bank bleiben, denn es gilt der Grundsatz der Relativität von Verträgen. Entsprechend ändert sich auch nichts an der arbeitsrechtlichen Pflicht zur Herausgabe von erhaltenen Geldern. Als Letztes: Selbst wenn man eine zivilrechtliche «Drittwirkung» der Nichtigkeit annehmen möchte, die auf den Arbeitsvertrag durchschlägt, würde dies nichts an der Herausgabepflicht des Angestellten ändern. Er schuldet die Ablieferung dann nicht gestützt auf Vertrag, wohl aber gestützt auf unechte Geschäftsführung ohne Auftrag (Art. 423 OR).

bb) Kantonale Rechtsprechung

Über das besprochene Bundesgerichtsurteil hinaus verbleibt für die Beteiligten an Retrozessionszahlungen insofern ein strafrechtliches Restrisiko, weil die kantonalen Instanzen mit der Unterstützung eines Teils der Lehre dem Bundesgericht beharrlich die Gefolgschaft verweigern und bei der Pflichtverletzung den Verstoß gegen die Herausgabepflicht genügen lassen¹²⁹.

Allerdings muss man auch hier differenzieren: Zwar existieren zwei ältere Entscheide, bei denen die kantonalen Gerichte die fehlende Herausgabe der Provisionen genügen liessen, obwohl keine Anzeichen vorlagen, dass darüber hinaus der Grundsatz der bestmöglichen Anlageentscheidung verletzt worden war¹³⁰. Einer davon stammt vom Obergericht Zürich aus dem Jahr 1968, das sich seinerseits auf einen Entscheid des Strafgerichts Basel-Stadt aus dem Jahr 1953 stützte. Der Entscheid des Obergerichts

¹²⁹ Vgl. OGer ZH vom 5. Mai 2000 (Vorinstanz zu BGE 129 IV 124, dort zitiert bei E. 4.1 S. 128); StrafGer BS, SG 1998/690 vom 10. Februar 1999 E. 1; OGer ZH (II. StrafK) Nr. 155 App. vom 19. Januar 1968 E. III; OGer ZH (II. StrafK) Nr. 124 App. vom 27. Juni 1961 E. II; StrafGer BS, SJZ 50 (1954), 227 f. Für das Genügen der Verletzung der Herausgabepflicht auch SCHMID, SAG 1974, 118; NIGGLI, in AMBÜHL, Cash vom 17. August 2006, S. 8. Für das Zusatzerfordernis dagegen VOLLMAR, Ungetreue Geschäftsführung, 135 f.; DONATSCH, ZStrR 1996, 213 f.; WALDER, Ungetreue Geschäftsführung, 54 ff., 59.

¹³⁰ OGer ZH (II. StrafK) Nr. 155 App. vom 19. Januar 1968 E. 1; StrafGer BS vom 17. März 1953, SJZ 50 (1954), 228.

wurde allerdings vom Bundesgericht unter Hinweis auf das Erfordernis der qualifizierten Pflichtverletzung verworfen¹³¹. An dieser Rechtsprechung hat man in Lausanne seither festgehalten.

Jüngere kantonale Entscheide bejahen zwar die strafrechtliche Pflichtverletzung allein gestützt auf die fehlende Herausgabe der Retrozessionen, so etwa das Obergericht Zürich, das Strafgericht Basel und – in der Tendenz – auch das Kriminalgericht des Kantons Luzern. Tatsächlich liegen diese Urteile im Ergebnis aber auf der Linie des Bundesgerichts, denn in allen Fällen unterblieb nicht nur die Herausgabe der Retrozession. Vielmehr wurde die Kundschaft mittels Kursschnitten und anderer Machenschaften massiv hintergangen und am Vermögen geschädigt¹³².

d) Fazit

Trotz einzelner gegenteiliger Anzeichen wird hier im Ergebnis die Meinung vertreten, dass die blossе Zurückhaltung von Retrozessionen den Straftatbestand der ungetreuen Geschäftsführung wohl nicht erfüllt¹³³. Das Bundesgericht verlangt, dass die Zahlung den Empfänger zu einer nachteiligen Verwaltungshandlung verleitet hat. Dies aber trifft – wie vorgängig erläutert – für den Retro-Normalfall nicht zu.

3. Veruntreuung

Der Veruntreuung macht sich strafbar, wer eine ihm anvertraute, bewegliche Sache aneignet, um sich oder einen anderen damit unrechtmässig zu bereichern, oder wer ihm anvertraute Vermögenswerte unrechtmässig in seinem oder eines anderen Nutzen verwendet. Für Vermögensverwalter gilt

¹³¹ BGer 161/68 vom 14. Juni 1968 E. 1.

¹³² Vgl. OGer ZH vom 5. Mai 2000 (Vorinstanz zu BGE 129 IV 124, dort zitiert bei E. 1.1 S. 125 f. (Kursschnitte)); StrafGer BS vom 10. Februar 1999 Sachverhalt Punkt 2 (Kursschnitte); KrimGer LU 01 02 108 vom 4.12.2003 E. 1.2, erweiterte Sachverhaltsdarstellung in OGer LU 21 04 120 vom 26. April 2005 E. 2.2.3 (Kursschnitte). So auch der ältere Entscheid des Obergerichts Zürich, OGer ZH (II. StrafK) App. Nr. 124 vom 27. Juni 1961, E. II. (Preismanipulation).

¹³³ Anderer Ansicht SCHUBARTH, Diskussionsbeitrag (in diesem Band): Die strafrechtlich relevante Pflichtverletzung liegt in der Verletzung der Abrechnungspflicht. Nach der hier vertretenen Meinung wäre aber diese Verletzung gleich zu behandeln wie die vom Bundesgericht entschiedene Frage bezüglich der Verletzung der Herausgabepflicht.

ein höheres Strafmass¹³⁴. Relevant ist der Straftatbestand insbesondere für die «Retro-Empfänger», also namentlich die Vermögensverwalter.

Dass der Vermögensverwalter in den Anwendungsbereich von Art. 138 StGB fällt, steht angesichts des Wortlauts der Norm ausser Frage. Auch stellt das Kundenvermögen einen anvertrauten Vermögenswert dar, denn wirtschaftlich steht es nach wie vor im Eigentum des Kunden¹³⁵. Nicht zum anvertrauten Kundenvermögen gehören aber die Retrozessionen: Gemäss Rechtsprechung und Lehre gelten solche Vermögenswerte nicht als anvertraut, die jemand nicht für einen anderen, sondern für sich selbst empfängt. Dazu zählen namentlich auch Provisionen, Trinkgelder oder Tantiemen, und zwar ungeachtet der Tatsache, ob für diese Gelder eine Ablieferungspflicht besteht¹³⁶. All dies muss auch für den «Retro-Normalfall» der zustimmungslosen Rückbehaltung von Retrozessionen gelten: Sie fliessen vom Ertragskonto der Bank auf das Konto des Vermögensverwalters, der sie für sich selbst und gestützt auf seine Rahmenvereinbarung mit der Bank empfängt, auch wenn er aufgrund des Vermögensverwaltungsvertrags mit dem Kunden zur Herausgabe verpflichtet wäre¹³⁷.

Anders verhält es sich, wenn der Vermögensverwalter seine Zusatzeinkünfte mit Hilfe von Kursschnitten generiert. In diesem Fall werden auf dem Kundenkonto jeweils zu hohe Preise in Rechnung gestellt bzw. zu niedrige Einkünfte gutgeschrieben. Eine solche Vorgehensweise wird als

¹³⁴ Freiheitsstrafe bis zu zehn Jahren oder Geldstrafe (Art. 138 Ziff. 2 StGB), im Unterschied zu Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe (Art. 138 Ziff. 1 StGB).

¹³⁵ Vgl. BGer 6S.709/2000 und 6S.710/2000 vom 26. Mai 2003 E. 5.3.1.

¹³⁶ Beispielfhaft BGE 80 IV 53 S. 55, Zurückbehaltung von Verkaufsprovisionen durch einen Beistand («Eine gesetzliche oder vertragliche Herausgabepflicht allein macht einen Vermögenswert nicht zu anvertrautem Gute. Solches liegt trotz Herausgabepflicht nicht vor, wenn der Empfänger das Gut für sich selber, nicht für den andern, empfangen hat.»); BGE 118 IV 239 E. 2 S. 242 f., Tantiemen eines Verwaltungsrats, der als Behördenmitglied zur Weiterleitung verpflichtet ist («Cette condition [des Anvertrautseins] n'est pas remplie lorsque l'auteur reçoit l'argent pour lui-même, en contrepartie d'une prestation qu'il a fournie pour son propre compte, même s'il doit ensuite verser une somme équivalente sur la base d'un rapport juridique distinct; l'inexécution de l'obligation de reverser une somme ne suffit pas à elle seule pour constituer un abus de confiance...»). Siehe auch BGE 103 IV 227 E. 5 S. 238, Zurückbehaltung von Provisionen durch das Organ einer Fondsleitung. Zu ähnlichen Konstellationen vgl. BGE 117 IV 256 E. 1 S. 257 f. (Krankenkassengelder, die der Bezahlung eines Klinikaufenthaltes dienen). Für die Lehre vgl. STRATENWERTH/JENNY, Strafrecht BT I § 13, Rz. 56; NIGGLI, Basler Kommentar, N 46 ff. zu Art. 138 StGB.

¹³⁷ A.A. KUHN, AJP 2006, 1054.

Entnahme und Aneignung von anvertrauten Kundengeldern angesehen¹³⁸, die mit dem traditionellen Veruntreuungstatbestand des Griffs in die Kasse durch den Kassier gleichzusetzen ist. Eine solche Konstellation entspricht aber nicht dem hier zugrunde gelegten Retro-Normalfall, bei dem sich der Vermögensverwalter «nur» die pflichtwidrige Einbehaltung der Retrozessionen zuschulden kommen lässt.

Insgesamt ist für den Vermögensverwalter, der Retrozessionen vertragswidrig zurückbehält, das Risiko einer Verurteilung wegen Veruntreuung gering¹³⁹. Retrozessionen gelten auch dann nicht als anvertraute Vermögenswerte im Sinne von Art. 138 StGB, wenn eine zivilrechtliche Herausgabepflicht besteht. Insofern deckt sich das Ergebnis mit demjenigen der ungetreuen Geschäftsführung, bei der die blossе Zurückbehaltung von Retrozessionen ebenfalls nicht ausreicht, um die strafrechtliche Sanktionsmaschine in Gang zu setzen.

4. Betrug

Des Betrugs gemäss Art. 146 StGB macht sich strafbar, wer in der Absicht, sich oder einen anderen unrechtmässig zu bereichern, jemanden durch Vorspiegelung oder Unterdrückung von Tatsachen irreführt oder ihn in einem Irrtum arglistig bestärkt und so den Irrenden zu einem Verhalten bestimmt, wodurch dieser sich selbst oder einen anderen am Vermögen schädigt.

Relevant ist diese Strafnorm insbesondere für die Empfänger von Retrozessionen, also namentlich für die Vermögensverwalter¹⁴⁰. Allerdings gibt es auch einen Entscheid, bei dem die «Retro-Zahlstelle» des Betrugs angeklagt und für schuldig befunden wurde. Insofern müssen sich namentlich auch die Banken in ihrer Funktion als Retro-Zahlstellen mit dem Straftatbestand des Betrugs auseinandersetzen.

¹³⁸ Siehe BGer 6S.709/2000 und 6S.710/2000 vom 26. Mai 2003 E. 5.3.2; BGE 111 IV 19 E. 4 S. 22 f.

¹³⁹ A.A. DE CAPITANI, Retrozessionen an externe Vermögensverwalter, 34 Fn. 44, allerdings im Sinne eines «obiter dictum».

¹⁴⁰ Vgl. etwa die Ausführungen in BGer 6S.709/2000 vom 26. Mai 2003 E. 5.3.2.

a) Retro-Empfänger

Tatbestandselemente des Betrugs sind nach den obenstehenden Ausführungen die Täuschung, die Arglist, der Irrtum des Getäuschten, die Vermögensdisposition als Folge der Täuschung und schliesslich der Schaden¹⁴¹. Auf der subjektiven Seite sind die Bereicherungsabsicht und der Vorsatz erforderlich¹⁴². Von diesen Tatbestandselementen sind einige unproblematisch:

Unproblematisch ist das Tatbestandselement des Irrtums: Dass die Kundin über die Höhe der Dienstleistungsgebühren irrt, kann ohne weiteres unterstellt werden. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass Retrozessionen kurze Zeit von der Tagespresse thematisiert wurden¹⁴³ – solche Schlagzeilen sind schnelllebig und bewirken keine langfristige und umfassende Informiertheit der Kundschaft. Weiter ist auch das Element der Vermögensdisposition erfüllt: Aufgrund ihres unvollständigen Wissensstandes wird die Kundin veranlasst, die jeweiligen Abrechnungen zu akzeptieren. Sie verzichtet damit auf die ihr zustehenden Retrozessionen und schädigt sich auf diese Weise selbst¹⁴⁴. Dabei kann man unterstellen, dass sie ihre Gelder nicht oder nicht zu diesen Konditionen zur Verwaltung übergeben hätte, wenn sie über die Retrozessionen informiert gewesen wäre¹⁴⁵. Zu bejahen ist auch das Vorliegen eines Vermögensschadens: Er besteht (mindestens) darin, dass der Kundin die Wertvermehrung ihres Vermögens entgeht.

Schliesslich kann auch die Bereicherungsabsicht des Vermögensverwalters unterstellt werden.

¹⁴¹ Vgl. SCHUBARTH, Kommentar StGB, N 6 zu Art. 148 StGB; ARZT, Basler Kommentar, N 31 zu Art. 146 StGB; REHBERG/SCHMID/DONATSCH, Strafrecht III, 181 ff.

¹⁴² Vgl. ARZT, Basler Kommentar, N 118 ff. zu Art. 146 StGB.

¹⁴³ So wurde namentlich im Sommer 2006 ausführlich über Retrozessionen berichtet, vgl. etwa Sonntagszeitung vom 2. Juli 2006, S. 61 sowie vom 9. Juli 2006, S. 52; Cash-Zeitung vom 6. Juli 2006, S. 34; NZZ vom 7. Juli 2006, S. 3; Finanz und Wirtschaft vom 12. Juli 2006, S. 24 sowie vom 19. Juli 2006, S. 19; Financial Times Deutschland vom 18. Juli 2006, S. 24; FAZ vom 21. Juli 2006, S. 23.

¹⁴⁴ Zum Forderungsverzicht als betrugsrelevante Vermögensdisposition vgl. etwa BGE 99 IV 9; OGer ZG vom 19. September 2005, E. VI/D/CC/2.2; REHBERG/SCHMID/DONATSCH, Strafrecht III, 192.

¹⁴⁵ Siehe hierzu BGer 6P.144/2005 vom 15. Juni 2005 E. 3.5. (Devisenhandelsfall). Vgl. CIMAROLLI, Anlagebetrug, 194, m.w.N.

aa) Täuschung?

Im Retro-Normalfall täuscht der Vermögensverwalter die Kundin darüber, dass die ihm zukommende Verwaltungsgebühr eine abschliessende Vergütung darstellt, indem er ihr die zusätzlich erhaltenen Retrozessionen verschweigt. Ob darin eine Täuschung durch Tun oder eine Täuschung durch Unterlassen liegt, kann offen bleiben¹⁴⁶, da selbst die erhöhten Voraussetzungen für die Täuschung durch Unterlassen grundsätzlich erfüllt wären. Eine solche liegt vor beim Verstoss gegen eine Aufklärungspflicht, die sich ihrerseits aus Gesetz, aus Vertrag oder aus dem Grundsatz von Treu und Glauben ergeben kann. Bei der Vermögensverwaltung verlangt schon die auftragsrechtliche Treuepflicht nach einer entsprechenden Aufklärung¹⁴⁷.

Allerdings wird man eine Täuschung bereits dann verneinen, wenn der Vermögensverwalter in seinen AGB einen allgemeinen Hinweis auf die Retrozessionen einfügt. Zwar wäre eine solche Klausel aus *zivilrechtlicher* Sicht nicht genügend, um einen gültigen Herausgabeverzicht zu bewirken. Mit Blick auf die *ultima ratio*-Funktion des Strafrechts wird man aber den Informationsstandard nicht gleich hoch anlegen können. Wie schon im Zusammenhang mit der ungetreuen Geschäftsführung zeigt sich auch hier wieder die relative Unabhängigkeit zwischen Zivilrecht und Strafrecht: Dass man den zivilrechtlichen Anforderungen nicht genügt, führt nicht automatisch zur Strafbarkeit¹⁴⁸.

bb) Arglist?

Fraglich ist auch, ob das Tatbestandselement der Arglist erfüllt ist. Im Falle der Täuschung durch Tun hat der Vermögensverwalter vorgespiegelt, seine Vergütung erfolge abschliessend durch die Kundin. Diese sogenannten «einfachen Lügen» erfüllen den Tatbestand der Arglist nur dann, wenn ihre Überprüfung durch den Getäuschten nicht oder nur mit besonderer Mühe

¹⁴⁶ Für eine Täuschung durch aktives Tun vgl. SCHUBARTH, Diskussionsbeitrag, Ziff. 7 (in diesem Band). Zur Schwierigkeit der Abgrenzung siehe ARZT, Basler Kommentar, N 45 zu Art. 146 StGB; REHBERG/SCHMID/DONATSCH, Strafrecht III, 188. Vgl. zudem SCHUBARTH, Kommentar StGB, N 27 zu Art. 148 StGB, wonach Betrug durch Unterlassung nicht begehbar sei.

¹⁴⁷ Nach ständiger Rechtsprechung muss der Beauftragte gestützt auf Art. 398 Abs. 2 OR bedeutungsvolle Tatsachen rechtzeitig, wahrheitsgetreu und vollständig mitteilen. Vgl. BGE 115 II 62 E. 3a S. 65; BGer 4C.186/1999 vom 18. Juli 2000 E. 2a. Für die Doktrin vgl. HOFSTETTER, SPR VII/6, 115 f.; WEBER, Basler Kommentar, Der einfache Auftrag, N 4 zu Art. 400 OR.

¹⁴⁸ Siehe dazu oben S. 97 (Erhöhte Anforderung an die Pflichtverletzung).

möglich oder nicht zumutbar ist, sowie dann, wenn der Täter den Getäuschten von einer möglichen Überprüfung abhält oder wenn er nach den Umständen voraussieht, dass jener die Überprüfung aufgrund eines besonderen Vertrauensverhältnisses unterlassen wird¹⁴⁹.

Wie es sich damit verhält, hängt vom Einzelfall ab. Tendenziell und mit Blick auf den aktuellen Stand der Dinge im Retrozessionsgeschehen dürfte aber die Kundin mittels Nachfrage bei der Depotbank mühelos in Erfahrung bringen, ob ihr Vermögensverwalter von der Bank Retrozessionen bezieht¹⁵⁰. Dass sodann der Vermögensverwalter die Kundin von einer möglichen Überprüfung abhält, dürfte in der Praxis nicht vorkommen; dies würde eine Diskussion über Retrozessionen voraussetzen, während im Normalfall darüber ja gerade nicht gesprochen wird. Damit bleibt als Möglichkeit für die Annahme von Arglist, dass der Vermögensverwalter voraussieht, die Kundin werde die Retrozessionsfrage nicht abklären, weil zwischen ihnen ein besonderes Vertrauensverhältnis besteht. Zwar trifft es zu, dass die Vermögensverwaltung ohne das Vertrauen der Kundin in die Fachkompetenz und die Seriosität des Vermögensverwalters nicht denkbar ist. Das bedeutet aber nicht, dass der Vermögensverwalter sich aufgrund des entgegengebrachten Vertrauens generell darauf verlassen kann, dass die Kundin seine Tätigkeit – einschliesslich seiner Vergütungen – nicht überprüfen werde. Eine solche Konstellation wäre erst dann zu bejahen, wenn *in casu* das besondere Vertrauen des Kunden erstellt wäre – was im Ergebnis auf die Frage hinausläuft, ob die betreffende Kundin in der konkreten Situation als strafrechtlich schutzwürdig erscheint¹⁵¹. Das dürfte eher der Ausnahme entsprechen, weshalb als Ergebnis festzuhalten ist, dass bei der einfachen Einbehaltung von Retrozessionen die Arglist tendenziell zu verneinen ist.

Nichts anderes ergibt sich, wenn man von einer Täuschung durch Unterlassung ausgeht. Im Unterlassungsbereich wird nämlich für die Annahme der Arglist eine besonders starke Garantenstellung vorausgesetzt¹⁵². Übertragen auf die Vermögensverwaltung würde dies bedeuten, dass die Offenlegung von Retrozessionen zu den Kernpflichten des Vermögensverwalters

¹⁴⁹ Statt vieler: BGE 119 IV 28 E. 3a S. 35, m. w. N.

¹⁵⁰ Vor der bundesgerichtlich ausgelösten Debatte über Retrozessionen wahrten die Banken darüber möglicherweise grösste Diskretion. Für diese Zeit wäre aber den Vermögensverwaltern ein Verbotsirrtum zuzugestehen, da offen war, ob sie überhaupt einer Herausgabepflicht unterliegen.

¹⁵¹ Siehe dazu auch SCHUBARTH, Kommentar StGB, N 52 zu Art. 148 StGB.

¹⁵² Vgl. ARZT, Basler Kommentar, N 61 zu Art. 146 StGB.

gehört. Dies ist aber nicht der Fall: Kern- bzw. Hauptpflicht des Vermögensverwalters ist die sorgfältige Verwaltung des Vermögens; die Offenlegung von zusätzlichen Vergütungen seitens der Bank bildet lediglich eine Nebenpflicht. Das Schweigen über deren Erhalt vermag daher die Voraussetzung der Arglist nicht zu erfüllen.

Schliesslich ist – unabhängig von der Anknüpfung der Täuschung an das «Tun» oder das «Unterlassen» – im Blick zu behalten, dass das Bundesgericht im Zusammenhang mit der ungetreuen Geschäftsführung den einfachen Verstoss gegen die zivilrechtliche Herausgabepflicht für die Bejahung der strafrechtlichen Pflichtverletzung nicht genügen lässt¹⁵³. Umso mehr muss dies für den Straftatbestand des Betruges gelten, der mit dem qualifizierten Erfordernis der Arglist operiert.

b) Retro-Zahlstellen

Auch für die Retro-Zahlstellen, namentlich also die Banken, kann der Betrugstatbestand relevant werden: So hat der Kassationshof im Juni 2006 ein Urteil des Obergerichts Zug bestätigt, das ein Finanzunternehmen im Zusammenhang mit der Ausrichtung von Retrozessionen des Betrugs für schuldig befunden hatte (Devisenhandelsentscheid)¹⁵⁴. Aufgeregten Presseberichten zufolge ist dieses Urteil ein Beleg dafür, dass der zivilrechtliche Grundsatzentscheid bei der strafrechtlichen Beurteilung von Retrozessionen eine Trendwende eingeleitet hat¹⁵⁵. Dem ist nicht ohne weiteres zuzustimmen, denn der Devisenhandelsfall betraf eine Sonderkonstellation:

aa) Der Devisenhandelsentscheid

Das dem Devisenhandelsentscheid zugrundeliegende «Geschäftsmodell» hat das Bundesgericht in verschiedenen Entscheiden und mit Blick auf verschiedene Angeklagte beschäftigt¹⁵⁶. Die Sachverhaltsdarstellung ist – namentlich bei Einbezug der kantonalen Urteile – nicht immer deckungsgleich. Im Kern ging es aber um Folgendes: Diverse Vermögensverwaltungsgesellschaften sammelten Anlagegelder von Kunden, um sie im

¹⁵³ Vgl. oben S. 97 (Erhöhte Anforderung an die Pflichtverletzung).

¹⁵⁴ BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 3.5.

¹⁵⁵ AMBÜHL, Cash vom 17. August 2006, S. 8; MÜLLER, Cash vom 17. August 2006, S. 9.

¹⁵⁶ Vgl. neben BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 auch BGer 6P.107/2005 und 6S.316/2005 vom 3. Februar 2006.

Devisenhandel einzusetzen¹⁵⁷. Durchgeführt wurden die Devisentransaktionen von einer Finanzgesellschaft, die für die einzelnen Geschäfte auch als Gegenpartei auftrat¹⁵⁸. Die Vereinbarung zwischen den Kunden und den Vermögensverwaltungsgesellschaften sah folgende Vergütungen vor: Eine jährliche Verwaltungsgebühr und eine Erfolgsbeteiligung auf dem jährlichen Nettogewinn zugunsten der jeweiligen Vermögensverwaltungsgesellschaft sowie eine Kommission pro Devisentransaktion zugunsten der Finanzgesellschaft¹⁵⁹. Darüberhinaus hatten die Kunden zur Deckung allfälliger Kursverluste 10% des eingesetzten Kapitals zu entrichten; in den meisten Fällen wurde das Geld den Vermögensverwaltungsgesellschaften überwiesen, die es anschliessend an die Finanzgesellschaft weiterleiteten¹⁶⁰. Wenn auch die Vergütungen teilweise auf unorthodoxe Weise erhoben wurden – die Abdeckung einzelner Posten erfolgte offenbar mittels Schlechterstellung des Kurses gegenüber den Kunden¹⁶¹ –, so waren sie als solche immerhin Gegenstand der Vereinbarung zwischen den Kunden und den Vermögensverwaltungsgesellschaften. Zwei weitere Zahlungsströme, die von der Finanzgesellschaft an die Vermögensverwaltungsgesellschaft flossen, wurden hingegen nicht offengelegt. Der erste betraf Retrozessionen, die pro Devisentransaktion ausgerichtet wurden (Transaktions-Retrozessionen)¹⁶². Der zweite betraf die Rückführung eines Anteils der von der Vermögensverwaltungsgesellschaft an die Finanzgesellschaft weitergeleiteten Deckungsgelder (Deckungs-Retrozessionen)¹⁶³. Dabei erreichten die Retrozes-

¹⁵⁷ Die Vermögensverwaltungsgesellschaften liessen sich – wie in diesem Geschäft üblich – von den Kunden eine Vollmacht ausstellen, um bei der Finanzgesellschaft im Namen der Kunden zu handeln, vgl. BGer 6P.107/2005 und 6S.316/2005 vom 3. Februar 2006 E. 3.2.

¹⁵⁸ Vgl. BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 1.1.

¹⁵⁹ BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 3.2. Vgl. auch BGer 6P.107/2005 und 6S.316/2005 vom 3. Februar 2006 E. 3.2: Verwaltungsgebühr: bis zu 15% des einbezahlten Betrages; Erfolgsbeteiligung: 10% des Nettogewinns. Die Verwaltungsgebühr wurde offenbar teilweise von der Finanzgesellschaft erhoben und den Vermittlerfirmen zurückvergütet, vgl. E. 3.3.

¹⁶⁰ BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 1.1.

¹⁶¹ BGer 6P.107/2005 und 6S.316/2005 vom 3. Februar 2006 E. 3.2.

¹⁶² BGer 6P.107/2005 und 6S.316/2005 vom 3. Februar 2006 E. 3.3; BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 1.2.

¹⁶³ BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 1.3.

sionen einmal rund 8.8% und einmal rund 15% des eingebrachten Kundenvermögens¹⁶⁴.

Im fraglichen Entscheid ging es um die strafrechtliche Verurteilung des Direktors und Mitbegründers der Finanzgesellschaft. Das Strafgericht des Kantons Zug hatte ihn unter anderem des gewerbsmässigen Betrugs gemäss Art. 146 Abs. 2 StGB schuldig gesprochen. Das Obergericht bestätigte das erstinstanzliche Urteil. Der Betroffene erhob dagegen eidgenössische Nichtigkeitsbeschwerde und staatsrechtliche Beschwerde beim Bundesgericht. Dieses wies beide Beschwerden ab.

Die Gerichte erachteten es als erstellt, dass die Finanzgesellschaft ihren Kunden wahrheitswidrig vorgab bzw. über die Vermögensverwaltungsgesellschaften vorgeben liess, dass es sich bei den in den schriftlichen Vereinbarungen offen gelegten Zahlungen um die einzige Unkostenabgeltung handle¹⁶⁵. Darin liege die arglistige Täuschung¹⁶⁶. Die Kunden hätten sich sodann zweifelsohne über die Kostenstruktur im Irrtum befunden. Zudem hätten sie aufgrund ihrer Unwissenheit darauf verzichtet, die Herausgabe der Zahlungen zu verlangen, womit das Tatbestandselement der Vermögensdisposition erfüllt sei¹⁶⁷. Dabei sei die Täuschung ursächlich gewesen für ihren Anlageentscheid, denn die Kunden hätten diese Geschäfte nicht abgeschlossen, wenn sie Kenntnis von den verdeckten Zahlungen, dem Ausmass der Zahlungsströme und dem Umstand der Kundenbelastung gehabt hätten¹⁶⁸. Auch der Vermögensschaden der Kunden wurde ohne weiteres bejaht¹⁶⁹. Dass schliesslich die Vereinnahmung der Retrozessionen

¹⁶⁴ Siehe BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 1.2 und 1.3: CHF 2,825 Mio. Retrozessionen für Transaktions-Retrozessionen, gemessen an Kundeneinlagen von CHF 31,8 Mio. CHF 2,3 Mio. Retrozessionen für die Zuführung von rund CHF 15,1 Mio an Deckungsgeldern.

¹⁶⁵ Zur Annahme der abschliessenden Kostenregelung siehe BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 3.2 – das Bundesgericht bezeichnet diese Annahme der Vorinstanz als «jedenfalls nicht unhaltbar».

¹⁶⁶ So die Erwägung der Vorinstanz, vgl. OGer ZG vom 19. September 2005 E. VI/D/CC/1. Diese Erwägung war nicht mehr Gegenstand der bundesgerichtlichen Erörterungen.

¹⁶⁷ So die Erwägung der Vorinstanz, vgl. OGer ZG vom 19. September 2005 E. VI/D/CC/2.2. Diese Erwägung war nicht mehr Gegenstand der bundesgerichtlichen Erörterungen. Zum Forderungsverzicht als betrugsrelevante Vermögensdisposition vgl. etwa BGE 99 IV 9; REHBERG/SCHMID/DONATSCH, Strafrecht III, 192.

¹⁶⁸ BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 3.5.

¹⁶⁹ Die Vorinstanz sah diesen in der Vorenthaltung der Rückvergütungen, vgl. OGer ZG vom 19. September 2005, VI/D/CC/4. Das Bundesgericht stellte darauf ab, dass die Zahlungen im Ergebnis über den Griff auf das Kundenvermögen finanziert wurden, vgl. BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 1.2.

durch die Vermögensverwaltungsgesellschaften eine Bereicherung darstelle, sei ohne weiteres erstellt; damit sei die Bereicherung zwar nicht bei der Finanzgesellschaft, sondern bei Dritten eingetreten, was aber vom Wortlaut der Gesetzesnorm ausdrücklich miterfasst werde¹⁷⁰.

cc) Relevanz für die Retrozessionspraxis der Zahlstellen (Banken)

Der Retro-Normalfall unterscheidet sich vom Devisenfall in wesentlichen Punkten: Im Devisenhandelsfall wurde den Kunden vorgegaukelt, die offenen Zahlungen seien die einzige Unkostenabgeltung; tatsächlich wurde mit Hilfe von Kursschnitten das Kundenvermögen zusätzlich und verdeckt mit Millionenbeträgen belastet¹⁷¹. Im Retro-Normalfall sind für die Kundin die Gesamtkosten transparent und sie sind tatsächlich auch abschliessend; zudem finanzieren die Banken ihre Vergütungen nicht mittels verpönter Manipulationen, die letztlich einem sophistizierten «Griff in die Kundenkasse» gleichkommen¹⁷², sondern über ihre regulär erwirtschafteten Erträge. Insofern ist im Retro-Normalfall eine betrugsrelevante arglistige Täuschung seitens der Banken eher zu verneinen, besteht doch die Täuschung einzig darin, dass dem Vermögensverwalter aus dem Ertragskonto der Bank Gelder zufließen. Hinzu kommt, dass die Banken in ihren Formularen die Kunden praxisgemäss auf die Retrozessionspraxis hinweisen. Zivilrechtlich mögen die Wirkungen eines solchen Hinweises bescheiden sein¹⁷³; mit Blick

¹⁷⁰ So die Erwägung der Vorinstanz, vgl. OGer ZG vom 19. September 2005, VI/D/CC/5. Diese Erwägung war nicht mehr Gegenstand der bundesgerichtlichen Erörterungen.

¹⁷¹ Für die Zahlen siehe oben Fn. 164. Für die ungehörige Finanzierung der Retrozessionen aus dem Kundenvermögen siehe BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 1.2 (für die Transaktions-Retrozessionen). Vgl. auch E. 3.5, betreffend die Schlussfolgerung der Vorinstanz, die Annahme, die Finanzgesellschaft sei bereit gewesen, einen derart hohen Anteil ihrer Gewinne abzugeben, ohne sich dafür im Rahmen der Preisgestaltung bei den Kunden schadlos zu halten, sei auch aus allgemeinen Überlegungen lebensfremd. Vgl. schliesslich E. 6.2, wonach die Rüge, die Retrozessionen seien nicht zulasten des Kundenvermögens («der einbezahlten Margen») gegangen, der tatsächlichen, willkürfreien Feststellung der Vorinstanz widerspricht.

¹⁷² Kursschnitte stellen eine grobe Verletzung der Treue- und Sorgfaltspflicht gemäss Art. 11 BEHG dar und verstossen gegen das Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit gemäss Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG und Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG. Vgl. etwa EBK, Verfügung vom 28.10.04 i.S. Bank X, 165. Allgemein zu den Kursschnitten GEHRIG, Kursschnitt, 55 ff., NOBEL, Kursschnitt, 527 ff.

¹⁷³ Siehe dazu vorne, S. 83 (Allgemeine Schranke: Das zwingende Recht).

auf die *ultima ratio*-Funktion des Strafrechts liegt darin aber eine Entlastung vom betrugsrelevanten Täuschungsvorwurf.

Auch mit Blick auf die Kausalität zwischen Irrtum und Vermögensdisposition fallen die Unterschiede zwischen dem Retro-Normalfall und dem Devisenhandelsfall ins Gewicht. Im Devisenhandelsfall kann man allein mit Blick auf die (zusätzliche) Belastung von bis zu 15% des eingebrachten Kundenvermögens ohne weiteres sagen, die Kunden hätten bei Kenntnis der wahren Sachlage nicht investiert¹⁷⁴. Beim Retro-Normalfall wird die Höhe der Retrozessionen zwischen 0,35% bis 0,5% des verwalteten und damit des eingebrachten Kundenvermögens beziffert¹⁷⁵. Zwar ist auch für diesen Fall nach der hier vertretenen Meinung die Kausalität zu bejahen. Diese (Wertungs-)Frage kann aber auch anders entschieden werden, während die Belastung von 15% jede Grenze sprengt.

Unterschiede bestehen sodann bezüglich des Kundenschadens: Zwar erleidet die Kundin auch im Retro-Normalfall einen Schaden wegen unterbliebener Vermögensvermehrung in Höhe der Retrozessionen. Die Bank finanziert diese Zahlungen aber aus ihren eigenen (legalen) Erträgen und nicht – wie im Devisenhandelsfall – mittels Kursschnitten und anderen Machenschaften, die einem heimlichen Griff in die Kundenkasse gleichkommen.

Was schliesslich die Bereicherung angeht, so genügt gemäss ausdrücklicher Gesetzesbestimmung die Bereicherung eines Dritten, weshalb sich die Bank auch im Retro-Normalfall nicht mit dem Hinweis entlasten könnte, nicht sie, sondern der Vermögensverwalter sei bereichert worden. Allerdings wird man auch diesbezüglich die Unterschiede zum Devisenhandelsfall hervorheben: Dort handelt es sich – um einen Begriff aus dem fraglichen Entscheid aufzugreifen – um ein «Abzockmodell»¹⁷⁶, das mit krimineller Energie und in engstem Zusammenwirken zwischen den Vermögensverwaltungsgesellschaften und der angeklagten Finanzgesellschaft betrieben wurde. Das zeigt sich auch an einem weiteren Strafurteil in diesem Zusammenhang, aus dem ersichtlich wird, dass die Gründer einer der Vermögensverwaltungsgesellschaften Retrozessionen in Millionenhöhe auf private

¹⁷⁴ Das Bundesgericht betrachtet diese Schlussfolgerung der Vorinstanz als «nicht unhaltbar.» Vgl. BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 3.5. Zu den Beträgen siehe oben Fn. 164.

¹⁷⁵ BÜHRER, Unabhängige Vermögensverwalter, 124: 0,35%; Cash Zeitung vom 6. Juli 2006, S. 34: 0,5%.

¹⁷⁶ BGer 6P.144/2005 und 6S.464/2005 vom 15. Juni 2006 E. 3.2.

Konten und für eigene Bedürfnisse umleiteten¹⁷⁷. Diese Machenschaften sind mit den gängigen Geschäftsmodellen im Vermögensverwaltungsgeschäft nicht vergleichbar.

c) Fazit

Insgesamt ist für den Vermögensverwalter (Retro-Empfänger) auch im Retro-Normalfall das Risiko einer Verurteilung wegen Betrugs nicht ganz auszuschliessen. Zwar ist das Tatbestandselement der Arglist tendenziell zu verneinen, doch könnte ein Gericht in dieser Frage auch zu einem anderen Schluss kommen. Entlastend sollte sich aber ein allgemeiner Hinweis auf den Erhalt von Retrozessionen in den AGB auswirken, weil es dann am Element der Täuschung fehlt. Weniger gefährdet sind die Banken (Retro-Zahlstellen). Zwar besteht auch hier ein strafrechtliches Restrisiko, doch erscheint mit Blick auf mehrere Tatbestandselemente eine eindeutige Bejahung der Strafbarkeitsvoraussetzungen als fraglich.

5. Bestechung

Gemäss Art. 4a Abs. 1 lit. a UWG macht sich der aktiven Bestechung schuldig, wer einem Arbeitnehmer, einem Gesellschafter, einem Beauftragten oder einer anderen Hilfsperson eines Dritten im privaten Sektor im Zusammenhang mit dessen dienstlicher oder geschäftlicher Tätigkeit für eine pflichtwidrige oder eine im Ermessen stehende Handlung oder Unterlassung zu dessen Gunsten oder zu Gunsten eines Dritten einen nicht gebührenden Vorteil anbietet, verspricht oder gewährt. Umgekehrt macht sich gemäss Art. 4a Abs. 1 lit. b UWG der passiven Bestechung schuldig, wer einen solchen Vorteil fordert, ihn sich versprechen lässt, oder annimmt¹⁷⁸.

Relevant ist der Straftatbestand der aktiven Bestechung namentlich für die Banken, aber auch für die Fondsleitungen und andere Anbieterinnen von Finanzprodukten, die Retrozessionen ausrichten (Retro-Zahlstellen). Mögliche Täter der passiven Bestechung sind dagegen im Regelfall die Vermögensverwalter. Allerdings kommen auch die Banken als Zahlungsempfängerinnen in Frage, so etwa bei der Gewährung von Retrozessionen durch Fondsleitungen.

¹⁷⁷ Vgl. den Sachverhalt in BGer 6P.107/2005 und 6S.316/2005 vom 3. Februar 2006 E. 3.

¹⁷⁸ Zur Strafbarkeit vgl. Art. 23 UWG.

a) Neuerungen auf Gesetzesstufe

Seit den 90er Jahren kommt dem Phänomen der Korruption – und damit der Bestechung als deren praktisch wichtigste Form¹⁷⁹ – vermehrte Aufmerksamkeit zu¹⁸⁰. Durch die Globalisierung der Märkte und die neuen technischen Errungenschaften gewinnt sie nicht nur an zusätzlichen Anwendungsfeldern, sondern auch an Komplexität¹⁸¹. Zu ihrer wirksamen Bekämpfung fanden auf internationaler Ebene Bestrebungen zur Rechtsharmonisierung statt, die auch von der Schweiz unterstützt wurden¹⁸². Aus diesen Bestrebungen sind Mitte der 90er Jahre zahlreiche internationale Übereinkommen und soft-law-Vereinbarungen hervorgegangen.

Aus nationaler Sicht zentral ist dabei die Umsetzung des OECD-Übereinkommens über die Bekämpfung der Bestechung ausländischer Amtsträger im internationalen Geschäftsverkehr durch das neue Korruptionsstrafrecht, das am 1. Mai 2000 in Kraft trat¹⁸³. Neu wird nun auch die aktive Bestechung ausländischer Amtsträger strafrechtlich erfasst. Alsdann führte die Europarats-Konvention über Korruption zu einer Erweiterung des Straftatbestands der Privatbestechung im UWG. Mit Inkrafttreten der Gesetzesänderungen per 1. Juli 2006 ist nebst der aktiven neu auch die passive Bestechung von Privatpersonen unter Strafe gestellt. Die einzelnen Tatbestandsmerkmale der Privatbestechung wurden zudem der Struktur der Bestechung von Amtsträgern angepasst¹⁸⁴. Bei der aktiven Privatbestechung wurde neu in Erweiterung von Art. 100^{quater} Abs. 2 StGB, dem heutigen Art. 102 Abs. 2 StGB, die primäre Strafbarkeit des Unternehmens eingeführt. Allerdings wird Privatbestechung nach wie vor im UWG geregelt und ist im Gegensatz zur Bestechung von Amtsträgern kein Official-, sondern ein Antragsdelikt. Gründe für die Beibehaltung der Privatbestechung im UWG sind gemäss Botschaft unter anderem die grössere Nähe der Bestimmungen zum Rechtsgut Wettbewerb als zum im StGB geschützten

¹⁷⁹ Zur Begrifflichkeit vgl. DUBS, Strafbarkeit der Privatbestechung, 383 f.

¹⁸⁰ EUROPARAT, Explanatory Report, Ziff. 4; ähnlich auch BOTSCHAFT, Revision des Korruptionsstrafrechts, BBl 1999, 5499.

¹⁸¹ BOTSCHAFT, Revision des Korruptionsstrafrechts, BBl 1999, 5501.

¹⁸² Zur Rolle der Schweiz siehe BOTSCHAFT, Revision des Korruptionsstrafrechts, BBl 1999, 5510.

¹⁸³ Art. 322ter ff. StGB, eingefügt durch Ziff. I 1 des BG vom 22. Dez. 1999 (Revision des Korruptionsstrafrechts), in Kraft seit 1. Mai 2000 (AS 2000 1121 1126, BOTSCHAFT, Revision des Korruptionsstrafrechts, BBl 1999, 5497). Zum Übereinkommen siehe OECD, Anti-Bribery Convention.

¹⁸⁴ BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 6984.

Vermögen des Einzelnen¹⁸⁵. Zudem erlaube der verminderte Schweregrad der Privatbestechung im Verhältnis zur Amtsträgerbestechung die Beibehaltung des Antragserfordernisses¹⁸⁶.

b) Der Risikofaktor des ungebührlichen Vorteils

Risikobehaftet im Hinblick auf die Strafbarkeit ist bei der Privatbestechung das Tatbestandselement des ungebührlichen Vorteils. Bei der aktiven Privatbestechung wird ein solcher angeboten, versprochen oder gewährt, bei der passiven Privatbestechung hat man ihn gefordert, ihn sich versprechen lassen oder ihn angenommen.

Ungebührlich ist der Vorteil dann, wenn der Empfänger darauf kein Recht hat – wobei das fehlende Recht sich entweder auf die Entgegennahme oder das Behalten des Vorteils beziehen kann¹⁸⁷. Angewendet auf den klassischen Retrozessionsfall der unabhängigen Vermögensverwaltung: Der Vermögensverwalter ist zur Entgegennahme der Retrozession berechtigt. Behalten darf er sie aber nur, wenn die Kundin auf die Herausgabe verzichtet hat. Die Möglichkeit des Verzichts ist im Gesetz ausdrücklich vorgesehen: Art. 4a Abs. 2 UWG bestimmt, dass es am ungebührlichen Vorteil fehlt, wenn der Dritte die Zuwendung *vertraglich* genehmigt hat¹⁸⁸. Damit wird der Tatbestand der Privatbestechung explizit mit dem Vertragsrecht verknüpft: Ob eine vertragliche Genehmigung vorliegt, entscheidet das Zivilrecht. Für das Zivilrecht hat das Bundesgericht entschieden, dass eine Genehmigung nur bei vorgängiger, vollständiger und wahrheitsgetreuer Information gültig erfolgt.

Als Folge davon steht bereits der Retro-Normalfall unter dem Damoklesschwert der Privatbestechung, denn bislang wurden die vom Bundesgericht geforderten Voraussetzungen für den Herausgabeverzicht in der Praxis regelmässig nicht erfüllt. Selbstverständlich kann man auch hier noch koordinationsdogmatisch argumentieren und vorbringen, dass der Vorbehalt der

¹⁸⁵ BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7007.

¹⁸⁶ BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7009.

¹⁸⁷ Das ergibt sich aus den Materialien, wo im Zusammenhang mit dem ungebührlichen Vorteil beispielhaft die Herausgabepflicht des Arbeitnehmers und des Beauftragten erwähnt wird, vgl. BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7011. In beiden Fällen ist aber den Betroffenen die Entgegennahme des Vorteils nicht verboten, wohl aber dessen Zurückbehaltung ohne entsprechende Zustimmung des Arbeit- bzw. des Auftraggebers.

¹⁸⁸ Die Bestimmung präzisiert sodann, dass auch geringfügige, sozial übliche Vorteile nicht unter den Begriff des ungebührlichen Vorteils fallen.

strafrechtlichen Systemkompatibilität dazu zwingt, an die vertragliche Genehmigung weniger hohe Anforderungen zu stellen als im privatrechtlichen Kontext. Ob allerdings das Bundesgericht einer solchermassen differenzierten Sichtweise folgt, ist offen.

Weiter könnte man sich auf die Materialien stützen, um die bundesgerichtlichen Verzichtsvoraussetzungen abzuschwächen. Die Botschaft zum neuen Art. 4a UWG lässt neben dem expliziten Verzicht auch den impliziten Verzicht zu und fügt an, eine ausdrückliche Verankerung in einer Klausel des Vertrages sei nicht notwendig¹⁸⁹. Ob damit bei der Privatbestechung die Zustimmungsschwelle für den Verzicht wesentlich niedriger liegt als im Auftragsrecht, ist allerdings zu bezweifeln: Erstens präzisiert der Botschaftstext selbst, dass es beim Begriffspaar explizit/implizit im Wesentlichen darum geht, einen gültigen Verzicht auch dann zuzulassen, wenn er nicht Teil eines schriftlichen Vertrages bildet. Das ist im zivilrechtlichen Bereich nicht anders – der fragliche Bundesgerichtsentscheid statuiert denn auch keineswegs eine Abweichung vom Grundsatz der Formfreiheit. Die vollständige und wahrheitsgetreue Information kann durchaus mündlich erfolgen, nur ist zu bedenken, dass dem Retro-Empfänger der Nachweis obliegt, dass diese stattgefunden hat. Zweitens ist zu beachten, dass eine implizite Willenserklärung nicht mit einer *unklaren* Willenserklärung gleichzusetzen ist¹⁹⁰. Stillschweigende wie ausdrückliche Willenserklärungen können klar oder unklar sein. Zur Frage der Klarheit äussert sich die Botschaft nicht, wohl aber das Bundesgericht, das eine eindeutige Verzichtserklärung verlangt¹⁹¹. Diese kann ausnahmsweise auch stillschweigend erfolgen, wobei der Vermögensverwalter sich dann über den Verzicht vergewissern und die Kundin Kenntnis der konkreten Retrozessionsvereinbarungen und die mutmassliche Häufigkeit der entschädigungspflichtigen Transaktionen haben muss¹⁹².

Im Ergebnis gelten also für die Anforderungen an die Zustimmung bzw. Genehmigung der Zurückbehaltung von Retrozessionen die vom Bundesgericht entwickelten zivilrechtlichen Parameter, weshalb die neu revidierte

¹⁸⁹ BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7011.

¹⁹⁰ Implizit bzw. stillschweigend ist eine Willenserklärung, wenn der Geschäftswille sich objektiv allein aus dem Verhalten einer Person ergibt, explizit bzw. ausdrücklich, wenn der Wille unmittelbar aus den Worten oder Zeichen des Erklärenden hervorgeht, GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, OR AT, Rz. 188 ff.; SCHWENZER, OR AT, Rz. 27.09 f.

¹⁹¹ BGE 132 III 460 E. 4.2 und 4.3 S. 465 f.

¹⁹² BGE 132 III 460 E. 4.5 S. 469.

Bestimmung über die Privatbestechung für die Retro-Empfänger wie für die Retro-Zahlstellen ein erhebliches strafrechtliches Risiko beinhaltet.

c) Der Risikofaktor der Ermessensausübung

Eine Erhöhung des strafrechtlichen Risikos bei der Privatbestechung liegt auch im Tatbestandselement der Ermessensausübung. Der Straftatbestand ist bereits erfüllt, wenn der ungebührliche Vorteil für eine «im Ermessen stehende Handlung» angeboten, versprochen oder gewährt (aktive Privatbestechung) bzw. gefordert, vereinbart oder angenommen wird (passive Privatbestechung). Für die Strafbarkeit genügt es also, wenn der Vorteilsempfänger seinen Ermessensspielraum zugunsten des Bestechers ausübt und «eine bestimmte Offerte unter gleichwertigen wählt.»¹⁹³ Die Rechtsprechung zum Straftatbestand der ungetreuen Geschäftsführung (Art. 158 StGB), wonach eine Pflichtverletzung des Geschäftsführers erst vorliegt, wenn über die Zurückbehaltung der Zuwendung hinaus auch eine nachteilige Verwaltungsentscheidung vorliegt, bleibt hier folgenlos. Auch wenn die Handlung des Vorteilsempfängers unter dem Gesichtspunkt der «Best Execution» nicht zu beanstanden ist, bleibt es bei der Strafbarkeit. Relevant ist lediglich, dass die Wahl «durch die Vorteilszuwendung verfälscht wird, was die übrigen Wettbewerbsteilnehmer verletzt und in allgemeiner Weise den Markt beeinträchtigt.»¹⁹⁴

Mit der Strafbarkeit der Ermessensausübung hat der Gesetzgeber den Anwendungsbereich der Privatbestechung gegenüber der ungetreuen Geschäftsführung bewusst erweitert¹⁹⁵. Damit gerät auch der Retro-Normalfall in den Sog dieser Norm, denn der Retro-Empfänger (Vermögensverwalter, Bank) wird regelmässig seinen Ermessensspielraum zugunsten eines Vertragspartners ausüben, der marktübliche – und damit im Marktvergleich eben gleichwertige – Konditionen anbietet.

¹⁹³ BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7012.

¹⁹⁴ BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7012.

¹⁹⁵ Gemäss Botschaft würden ohne Einbezug der Ermessensausübung zahlreiche Bestechungshandlungen der Strafbarkeit entgehen, vgl. BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7012, unter Hinweis auf DUBS, Strafbarkeit der Privatbestechung, 390.

d) Konsequenzen für die Retro-Empfänger

Für die Retro-Empfänger hat die neue Bestimmung über die passive Privatbestechung (Art. 4a Abs. 1 lit. b UWG) erhebliche Konsequenzen, was beispielhaft an der klassischen Retro-Konstellation der unabhängigen Vermögensverwaltung gezeigt werden kann. Denn neben den beiden oben erwähnten Tatbestandselementen sind auch die übrigen Voraussetzungen für die Strafbarkeit regelmässig erfüllt. Erforderlich sind insgesamt folgende Elemente: Erstens das Auftragsverhältnis im Privatsektor, zweitens die Forderung, Vereinbarung oder Annahme eines Vorteils, drittens der Zusammenhang mit der geschäftlichen Tätigkeit, viertens die Ungebührlichkeit des Vorteils, fünftens die pflichtwidrige Handlung oder die Ermessensausübung zugunsten des Leistungsträgers, und sechstens schliesslich der Äquivalenzzusammenhang. Auf der subjektiven Seite wird Vorsatz verlangt, wobei Eventualdolus genügt¹⁹⁶.

Der Vermögensverwalter handelt unstreitig als Beauftragter im Privatsektor. Mit der Annahme von Retrozessionen nimmt er einen Vorteil entgegen, der fraglos im Zusammenhang mit seiner geschäftlichen Tätigkeit steht¹⁹⁷. Weiter ist – wie oben dargelegt¹⁹⁸ – die Einbehaltung der Vergütung schon dann ein ungebührlicher Vorteil, wenn es am rechtsgültigen Herausgabeverzicht fehlt. Auch die Ermessensausübung zugunsten der Zahlstelle wird man ohne weiteres bejahen können. Hierfür kann auf die obenstehenden Erläuterungen verwiesen werden¹⁹⁹. Schliesslich ist auch der Äquivalenzzusammenhang²⁰⁰ zu bejahen: Dass der Vermögensverwalter die

¹⁹⁶ Vgl. Art. 23 Abs. 1 UWG (Vorsatz). Zum Begriff des Eventualvorsatzes siehe etwa BGer 6S.372/2005 vom 25. März 2006, E. 2.3, m.w.N. (Im Kern: Der Täter hält den Eintritt des Erfolgs für möglich, handelt aber dennoch, weil er den Erfolg für den Fall seines Eintritts in Kauf nimmt).

¹⁹⁷ Eine entsprechende Forderung seitens des Vermögensverwalters oder eine Vereinbarung mit der Bank würde allerdings genügen. Im Übrigen ist auf Folgendes hinzuweisen: Beruht die Tathandlung auf einer «Forderung» des passiv Bestochenen, so ist für die Vollendung des Delikts ausreichend, dass die einseitige Willenserklärung des passiv Bestochenen den Adressaten erreicht. Es ist nicht notwendig, dass der Adressat auf die Forderung in irgendeiner Weise eintritt oder darauf reagiert, PIETH, Basler Kommentar StGB, N 4 zu Art. 322^{quater} StGB; TRECHSEL, Kurzkomentar Strafrecht, N 4 zu Art. 288 StGB, m.w.N.

¹⁹⁸ Siehe oben S. 116 (Der Risikofaktor des ungebührlichen Vorteils).

¹⁹⁹ Siehe oben S. 118 (Der Risikofaktor der Ermessensausübung).

²⁰⁰ Vgl. BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7012 (spiegelbildlich für die aktive Privatbestechung); PIETH, Basler Kommentar StGB, N 43 zu Art. 322^{ter} StGB.

Vergütungen als Gegenleistung für seine Verwaltungshandlungen betrachtet, entspricht der allgemeinen Lebenserfahrung.

Im Ergebnis ist daher festzuhalten: Will sich der Vermögensverwalter vom Vorwurf der passiven Bestechung entlasten, so verbleiben ihm nur folgende Möglichkeiten: Entweder er leitet die Retrozessionen an die Kundin weiter, oder er vereinbart mit ihr einen Herausgabeverzicht, der den bundesgerichtlichen Anforderungen entspricht. Ausserhalb dieser Konstellationen begibt sich der Vermögensverwalter – und allgemein gesprochen jeder Retro-Empfänger – in die Zone des unlauteren Wettbewerbs mit den dort vorgesehenen strafrechtlichen Konsequenzen.

e) Konsequenzen für die Retro-Zahlstellen

Auch für die Retro-Zahlstellen besteht im Falle der Ausrichtung von Rückvergütungen ein strafrechtliches Risiko, diesmal in Gestalt der aktiven Privatbestechung. Beispielfhaft kann wiederum auf die klassische Retro-Konstellation zurückgegriffen werden, in der die Banken als Zahlstellen fungieren. Auch bei den Banken sind nebst den beiden speziell erwähnten Tatbestandselementen des ungebührlichen Vorteils und der Ermessensausübung²⁰¹ die Voraussetzungen für die Strafbarkeit regelmässig erfüllt. Erforderlich sind insgesamt folgende Elemente: Erstens das private Auftragsverhältnis des Vorteilsempfängers, zweitens das Angebot, Versprechen oder Gewähren eines Vorteils, drittens der Zusammenhang mit der geschäftlichen Tätigkeit des Vorteilsempfängers, viertens die Ungebührlichkeit des Vorteils, fünftens die pflichtwidrige Handlung oder die Ermessensausübung zugunsten des Leistungsträgers, und sechstens schliesslich der Äquivalenzzusammenhang. Auf der subjektiven Seite wird Vorsatz verlangt, wobei Eventualdolus genügt²⁰².

Der Vermögensverwalter (Vorteilsempfänger) handelt unstreitig als Beauftragter im privaten Sektor und der (angebotene, versprochene oder gewährte) Vorteil in Gestalt von Retrozessionen steht im Zusammenhang mit seiner geschäftlichen Tätigkeit, die er zudem zugunsten der Bank ausübt. Was den Äquivalenzzusammenhang angeht, so muss der Vorteil im Hinblick auf die Pflichtverletzung bzw. die Ausübung des Ermessens ange-

²⁰¹ Siehe dazu oben S. 116 ff. (Der Risikofaktor des ungebührlichen Vorteils; Der Risikofaktor der Ermessensausübung).

²⁰² Vgl. Art. 23 UWG (Vorsatz) sowie MÜLLER, Bestechung, 119 und PIETH, Basler Kommentar StGB, N 45 zu Art. 322ter StGB, wonach Eventualdolus ausreicht. Zum Begriff des Eventualvorsatzes siehe oben, Fn. 196.

boten, versprochen oder gewährt werden²⁰³. Retrozessionen werden durchweg im Hinblick auf die Ermessensausübung des Vermögensverwalters gewährt: Die Bank leistet eine Zahlung, *weil* der Vermögensverwalter ihre Dienste in Anspruch genommen hat. Ob dagegen aus Sicht des Vermögensverwalters die Zahlung bei der Wahl den Ausschlag gegeben hat, ist für die aktive Privatbestechung unerheblich. Das zeigt sich schon daran, dass bereits ein Zahlungsangebot seitens der Bank für die Strafbarkeit genügen würde²⁰⁴. Insgesamt bewirkt also das Erfordernis des Äquivalenzzusammenhangs keine spürbare Einschränkung der Strafbarkeit. Was schliesslich den ungebührlichen Vorteil angeht, so ist Folgendes zu beachten: Der Vorteil ist dann *nicht* ungebührlich, wenn die Kundin die Zuwendung vertraglich genehmigt hat²⁰⁵. Damit hängt die Strafbarkeit der Bank vom weiteren Schicksal der Retrozessionszahlung ab. Leitet der Vermögensverwalter die Zahlung an die Kundin weiter oder liegt ein rechtsgenügender Herausgabeverzicht vor, so gewährt die Bank keinen ungebührlichen Vorteil. Einen solchen gewährt sie aber dann, wenn der Vermögensverwalter die Zahlung zurückbehält und kein rechtsgenügender Herausgabeverzicht vorliegt²⁰⁶. Auf der subjektiven Seite muss die Bank dies wissen und wollen, oder sie muss es zumindest in Kauf nehmen. Damit lautet die zentrale Frage für die Banken, welche Vorkehrungen sie treffen müssen, um sich vom Vorwurf zu befreien, sie hätten die rechtswidrige Zurückbehaltung von Retrozessionszahlungen in Kauf genommen. Hier kann man verschiedene Szenarien unterscheiden:

- Vorweg sei gesagt, dass eine Bank, die um den fehlenden Herausgabeverzicht weiss oder die gar mit dem Vermögensverwalter zusammenwirkt, um diese Zahlungen zu verheimlichen, einen ungebührlichen Vorteil im Sinne von Art. 4a Abs. 1 lit. a UWG gewährt.
- Trifft die Bank keinerlei Vorkehrungen bezüglich der Sicherstellung des rechtsgenügenden Herausgabeverzichts, so wird man ihr Eventualdolus vorwerfen, was für die Strafbarkeit ausreicht.

²⁰³ Vgl. BOTSCHAFT, Strafrechts-Übereinkommen Europarat, BBl 2004, 7012; PIETH, Basler Kommentar StGB, N 43 zu Art. 322^{ter} StGB.

²⁰⁴ STRATENWERTH, Strafrecht BT II, § 60 Rz. 10, m.w.H.

²⁰⁵ Die Bestimmung präzisiert sodann, dass auch geringfügige, sozial übliche Vorteile nicht unter den Begriff des ungebührlichen Vorteils fallen.

²⁰⁶ Zu den Anforderungen an einen rechtsgenügenden Herausgabeverzicht siehe oben S. 83 (Herausgabeverzicht).

- Hingegen wird der Vorwurf der aktiven Privatbestechung entfallen, wenn die Bank im Rahmen ihrer periodischen Abrechnung die Kundin über die Höhe der Retrozessionszahlungen informiert. Denn in diesem Fall trifft sie genügend Vorkehrungen, um einen rechtsgültigen Herausgabeverzicht sicherzustellen.
- Dasselbe gilt, wenn die Bank sich vom Vermögensverwalter die Mustervermögensverträge vorlegen lässt und sie die Regelung des Herausgabeverzichts anhand der geltenden Rechtslage überprüft. Sofern die Bank dabei unklare oder umstrittene Einzelfragen tendenziell zugunsten der Gültigkeit des Herausgabeverzichts beantwortet, ist dies unter dem strafrechtlichen Aspekt nicht zu beanstanden. Die Inkaufnahme eines rechtsungültigen Herausgabeverzichts wird man erst annehmen, wenn die Regelung klar gegen die vom Bundesgericht festgelegten Parameter verstösst²⁰⁷.
- Im Graubereich bewegt sich dagegen die Bank, die es als Vorkehrung genügen lässt, dass der Vertrag zwischen ihr und dem Vermögensverwalter vorsieht, dass der Vermögensverwalter seinerseits den Abschluss einer rechtsgenügenden Verzichtsklausel sicherstellt. Denn angesichts der heutigen Praxis im Vermögensverwaltungsgeschäft kommt der diesbezüglichen Verpflichtung für sich allein nur die Funktion einer reinen Formalklausel zu.
- Im Graubereich bewegt sie sich auch, wenn sie die Kundin im Rahmen des Depot- und Kommissionsvertrages nur in genereller Form informiert, dass sie dem Vermögensverwalter Retrozessionszahlungen ausrichtet. Denn eine solche Formulierung erweckt bei der Kundin den Eindruck, es handle sich um einen üblichen Vorgang und die Retrozessionszahlungen stünden dem Vermögensverwalter zu. Damit ist der Bank jedenfalls die Inkaufnahme der Verletzung der Herausgabepflicht vorzuwerfen – wenn man nicht gar eine mit dem Vermögensverwalter abgestimmte Verheimlichungsstrategie annehmen will.

Die Szenarienliste ist keineswegs abschliessend, es sind zahlreiche weitere Einzelfälle in verschiedensten Schattierungen denkbar. Die Diskussion ist offen, gerade im Zwischenbereich sind auch andere Wertungen denkbar. Im

²⁰⁷ Zur Geltung der zivilrechtlichen Parameter für den Herausgabeverzicht siehe oben S. 116 (Der Risikofaktor des ungebührenden Vorteils).

Ergebnis aber kann man festhalten, dass die Banken sich jedenfalls dann dem Risiko einer strafrechtlichen Verurteilung aussetzen, wenn sie nichts unternehmen, um der rechtswidrigen Zurückhaltung von Retrozessionen durch die Vermögensverwalter vorzubeugen.

f) Fazit

Die Eingangsfrage, ob mit der blossen Vergütung bzw. Rückbehaltung von Retrozessionen der Straftatbestand der Privatbestechung erfüllt sein könnte, ist zu bejahen. Im Hinblick auf den gewöhnlichen Ablauf des Vermögensverwaltungsgeschäfts spielt sowohl bei der aktiven als auch bei der passiven Privatbestechung der Herausgabeverzicht eine zentrale Rolle. Im Rahmen der aktiven Bestechung müssen die Retro-Zahlstellen (Banken) aktiv werden, um das Vorliegen eines Herausgabeverzichts sicherzustellen. Im Rahmen der passiven Bestechung sind die Retro-Empfangsstellen (Vermögensverwalter) aufgefordert, einen solchen Verzicht zu erwirken. Dass das strafrechtliche Risiko real besteht, zeigt sich auch an der Rechtsprechung: In einem Entscheid aus dem Jahr 2003 wurde ein Bankangestellter wegen qualifizierter ungetreuer Geschäftsführung verurteilt, weil er von einer Brokerfirma dafür vergütet wurde, dass er sich in der Bank und bei den Kunden für die Zeichnung von bestimmten Aktien eingesetzt hatte²⁰⁸. Das Bundesgericht verneinte die ungetreue Geschäftsführung: Die Anlagen seien zu marktkonformen Preisen erfolgt, die Vergütungen hätten ersichtlich keinen Einfluss auf die Geschäftsführung gehabt. Gleichzeitig hielt es aber fest, dass diese Zahlungen allenfalls eine passive Privatbestechung darstellen könnten, die allerdings nach geltendem Recht (noch) nicht strafbar sei²⁰⁹. Heute gibt es diesen Straftatbestand, der Warnfinger des Bundesgerichts ist also ernst zu nehmen.

6. Ergebnis zu den strafrechtlichen Konsequenzen

Legt man der Frage nach der strafrechtlichen Relevanz von Retrozessionen den Retro-Normalfall zugrunde, so gibt es zumindest im Hinblick auf die traditionellen Straftatbestände ernsthafte Argumente, die gegen eine Strafbarkeit sprechen. Zwar kam es in den letzten Jahren zu einigen Verurteilungen, bei denen Rückvergütungsmodelle im Zentrum standen. Diese Urteile

²⁰⁸ BGer 6S.711/2000 vom 8. Januar 2003 Sachverhalt D.2.1.

²⁰⁹ BGer 6S.711/2000 vom 8. Januar 2003 E. 4.5.

behandelten aber jeweils Sonderkonstellationen, bei denen es um krasse Missbräuche ging. Risikobehaftet ist hingegen selbst mit Blick auf den Retro-Normalfall der UWG-Tatbestand der Privatbestechung. Immerhin gilt es aber in Erinnerung zu rufen, dass die Privatbestechung ein Antragsdelikt ist – es wird zunächst unzufriedene Kunden oder aktive Konsumentenschutzorganisationen brauchen, um die Sanktionsmaschinerie des Strafrechts in Gang zu bringen²¹⁰.

V. Aufsichtsrechtliche Konsequenzen

Obwohl der Entscheid des Bundesgerichts zu den Retrozessionen die privatrechtliche Beziehung zwischen dem unabhängigen Vermögensverwalter und seiner Kundin betraf, bleibt er nicht ohne Konsequenzen für das Aufsichtsrecht.

1. Verhaltensregeln

Retrozessionen waren aufsichtsrechtlich bereits vor dem Retrozessions-Urteil relevant. Das zeigen die als aufsichtsrechtliche Mindeststandards anerkannten Regelwerke der Branchenverbände, namentlich die Verhaltensregeln für Effekthändler im Börsenbereich und die Transparenzrichtlinie im Fondsbereich. Beide Regelwerke konkretisieren die Verhaltenspflichten der Finanzintermediäre im Hinblick auf die Kostentransparenz und signalisieren damit, dass die Retrozessionsproblematik nicht erst seit dem Bundesgerichtsurteil einen Diskussionspunkt bilden.

Ausgangspunkt bildet allerdings zunächst einmal das Gesetz: Art. 11 BEHG und Art. 20 KAG halten die Grundsätze für das Verhalten der Bewilligungsträger gegenüber ihren Kunden fest. Bei Art. 11 BEHG handelt es sich um eine sogenannte Doppelnorm: Sie ist gleichzeitig aufsichtsrechtliche Verhaltensregel und (selbständige) privatrechtliche Anspruchsnorm²¹¹. Weiter hat das Bundesgericht für Art. 11 BEHG entschieden, dass die dort statuierten Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten zwingendes Recht darstellen²¹². Wo das Recht eine zwingende Regel aufstellt, erübrigt sich die Vereinbarung der Parteien: Ihr Inhalt gilt unabhängig von einer

²¹⁰ Zur Klagelegitimation vgl. Art. 23 Abs. 2 UWG i.V.m. Art. 9 und 10 UWG. Weiterführend PEDRAZZINI/PEDRAZZINI, UWG, § 16.

²¹¹ Für Art. 11 BEHG nunmehr BGE 133 III 97 E. 5.2 S. 99.

²¹² Für Art. 11 BEHG nunmehr BGE 133 III 97 E. 5.2 S. 99.

entsprechenden Vereinbarung. Auch dies hat das Bundesgericht in seiner jüngsten Rechtsprechung noch einmal festgehalten²¹³. Diese Grundsätze können ohne weiteres auf die Parallelnorm in Art. 20 KAG übertragen werden; die Botschaft zum KAG weist denn auch explizit auf die Analogie zu Art. 11 BEHG hin²¹⁴.

Der Doppelnormcharakter von Art. 11 BEHG und Art. 20 KAG ist im Weiteren Ausdruck einer Wertungskongruenz zwischen Privatrecht und Aufsichtsrecht. Dies hat Folgen für die Rechtsanwendung, denn solche Normen sind von der gesetzgeberischen Intention her koordinativ gemeint. Es gilt insoweit die Vermutung der Regelungsadäquanz: Ausdifferenzierungen in der einen Teilrechtsordnung sind vermutungsweise für die andere Teilrechtsordnung verbindlich. Zwingende Vorgaben werden allerdings nicht gesetzt. Jede Teilrechtsordnung behält in letzter Instanz die Wertungshoheit. Wo die Übernahme von Wertungen der eigenen Ordnung zuwiderlaufen würde, bleibt sie unbeachtlich. Die wechselseitige Einwirkung steht insoweit unter dem Vorbehalt der teilrechtseigenen Systemkompatibilität.

Was folgt aus diesen koordinationsdogmatischen Aussagen für die Bestimmungen in Art. 11 BEHG und Art. 20 KAG? Konkret bedeutet dies, dass die aufsichtsrechtlichen Konkretisierungen von Art. 11 BEHG und Art. 20 KAG in Gestalt von Richtlinien, Mindeststandards oder Entscheiden der Aufsichtsbehörde grundsätzlich für die Auslegung des privatrechtlichen Pflichtenkatalogs heranzuziehen sind. Es gilt aber auch das Umgekehrte: Die Weiterentwicklung des Pflichtenkatalogs durch die höchstrichterliche Rechtsprechung im privaten Rechtsverhältnis ist grundsätzlich für die Konkretisierung der aufsichtsrechtlichen Standards beachtlich. Wenn daher das Bundesgericht den Verzicht auf Herausgabe der Retrozessionen an eine umfassende vorgängige Information knüpft, so ist diese Wertung vermutungsweise auch für die Frage der Einhaltung von Art. 11 BEHG und Art. 20 KAG in ihrer Funktion als Aufsichtsnormen relevant. Zwar steht diese Wertungsübernahme unter dem Vorbehalt der aufsichtsrechtlichen Systemkompatibilität. Allerdings ist in diesem Fall nicht ersichtlich, warum die Übernahme dem Zweck des Aufsichtsrechts widersprechen würde. Im Ergebnis führt daher das Retrozessions-Urteil des Bundesgerichts zu einer Anhebung der aufsichtsrechtlichen Informationspflichten. Wo Auslegungsspielräume bestehen, sind diese mit Blick auf das bundesgerichtliche Urteil auszufüllen.

²¹³ Für Art. 11 BEHG nunmehr BGE 133 III 97 E. 5.2 S. 99.

²¹⁴ BOTSCHAFT, KAG, BB1 2005, 6445.

Wo die aufsichtsrechtlichen Standards sich mit weniger zufrieden geben, besteht ein Revisionsbedarf.

2. Gewähr für einwandfreie Geschäftsführung

Eine weitere Konsequenz des Retrozessionsentscheids betrifft die Gewähr für einwandfreie Geschäftsführung, wie sie namentlich in Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG festgelegt ist. Dass die Verletzung privatrechtlicher Pflichten – insbesondere die Verletzung der Treuepflicht gegenüber Kunden – auch für die Gewährsfrage relevant sein kann, steht seit dem Biber-Entscheid ausser Frage²¹⁵. Entsprechend ist die pflichtwidrige Einbehaltung von Retrozessionen gewährsrelevant, und zwar insbesondere dann, wenn diese Praxis trotz des klaren bundesgerichtlichen Votums weitergeführt wird.

Für die Gewährsfrage von Bedeutung sind aber insbesondere auch die Konsequenzen des Retrozessionsentscheids, die sich vermittelt über das Strafrecht, insbesondere im Zusammenhang mit der Privatbestechung (Art. 4a UWG), ergeben. Wie oben dargelegt, ist für die Privatbestechung entscheidend, ob die bundesgerichtlichen Anforderungen an den rechtsgültigen Herausgabeverzicht erfüllt sind²¹⁶. Wer Retrozessionen einbehält und dabei diesen Anforderungen nicht genügt, riskiert eine Verurteilung wegen passiver Privatbestechung. Wer Retrozessionen ausrichtet und dabei will oder in Kauf nimmt, dass diese ohne rechtsgültigen Herausgabeverzicht vom Empfänger einbehalten werden, riskiert eine Verurteilung wegen aktiver Privatbestechung. Strafbares Verhalten, das in direktem Zusammenhang mit der Geschäftstätigkeit steht, ist eminent gewährsrelevant. Dass es sich bei der Privatbestechung um ein Antragsdelikt handelt, ändert daran nichts.

Bislang ist der Retro-Normalfall noch nicht Gegenstand eines Strafverfahrens geworden. Insofern liegt es (noch) im Ermessen der Aufsichtsbehörde, ob sie tätig werden will. Kommt es allerdings zu einer Verurteilung, so ist die Eröffnung eines Gewährsverfahrens die notwendige Konsequenz. Allerdings wird sich dann die Gewährsfrage flächendeckend

²¹⁵ Entscheid der II. Öffentlichrechtlichen Abteilung des Bundesgerichts vom 2. Februar 2000 i.S. Credit Suisse Group und Credit Suisse First Boston, abgedruckt in EBK-Bull 40 (2000), 37 ff. In dieser Entscheidung hält das Bundesgericht fest: «Aufsichtsrechtlich wesentlich sind deshalb auch schwerwiegende Verletzungen zivilrechtlicher Verpflichtungen...» (E. 5b).

²¹⁶ Siehe oben S. 116 (Der Risikofaktor des ungebührlichen Vorteils).

für praktisch alle Banken stellen, denn in der heutigen Praxis sind die bundesgerichtlichen Verzichtsanforderungen kaum je erfüllt. Wie die Aufsichtsbehörde mit einem solchen Global-Gewährsproblem umgehen wird, bleibt offen. Denkbar ist die Gewährung einer Übergangsfrist zur Anpassung der bestehenden Verträge, verbunden mit einer entsprechenden Kontrolle durch die bankengesetzliche Revisionsstelle.

VI. Schluss

Im Ergebnis zeigt sich: Der Retrozessionsentscheid des Bundesgerichts hat weitreichende Auswirkungen. Im Zivilrecht müssen die unabhängigen Vermögensverwalter und Banken mit Herausgabeansprüchen und mit Schadenersatzklagen rechnen. Der Entscheid hat aber auch Auswirkungen auf das Strafrecht. Das gilt insbesondere für die Privatbestechung. Aber auch bei den übrigen Straftatbeständen verschärft sich die Gangart insoweit, als die Offenlegungs- und Herausgabepflicht nunmehr zweifelsfrei feststeht. Und schliesslich wird, insbesondere vermittelt über das Strafrecht, auch das Aufsichtsrecht berührt, weil sich angesichts der strafrechtlichen Relevanz von Retrozessionen die Gewährsfrage stellt. Es besteht also ein Handlungsbedarf, im Minimum wird man die bestehenden Verträge anpassen müssen. Weitergehend stellt sich die Frage, ob man die Retrozessionspraxis nicht aufgeben will. Das Bundesgericht verlangt Transparenz. Die Retrozessionen leben aber gerade von der Intransparenz. Wenn man über sie Bescheid weiss, sind sie als Geschäftsmodell nicht mehr attraktiv. Beides gleichzeitig zu haben, würde bedeuten, ein Umfeld zu schaffen, bei dem transparente Intransparenz bzw. intransparente Transparenz herrscht. Und das wiederum dürfte selbst den kreativsten Akteuren des hiesigen Finanzplatzes schwer fallen.

Anlageschäden

Rolf H. Weber, Zürich*

Inhaltsübersicht

Literaturverzeichnis	130
I. Einleitung	132
1. Problemstellung	132
2. Haftung für Anlageschäden	132
a) Anwendungsbeispiele	132
b) Haftungsgrundlagen	133
c) Definition	136
II. Haftungsvoraussetzungen	137
1. Aktivlegitimation	137
2. Schaden	137
a) Traditioneller Schadensbegriff	137
aa) Differenztheorie	137
bb) Positives und negatives Interesse	138
cc) Problematik bei Anlageschäden	138
b) Berechnung von Anlageschäden	139
aa) Geschäftsabschlussschaden	139
bb) Betroffene Vermögensinteressen	139
(1) Richtigkeits- und Garantieinteresse	139
(2) Konstellationen des Richtigkeitsinteresses	140
cc) Schadenskomponenten	141
(1) Wertverlust der Titel (primärer Schaden)	142
(2) Schaden aus Drittfinanzierung/Schadenszins	142
(3) Entgangener Gewinn	142
(4) Aufwendungen im Hinblick auf das Anlagegeschäft	143

* Meinem Assistenten, Herrn MLaw Thomas Iseli, danke ich herzlich für die wertvolle Mitwirkung bei der Ausarbeitung dieses Beitrages.

(5) Vorteilsanrechnung.....	143
(6) Schadensminderungspflicht.....	143
dd) Zeitpunkt der Schadensberechnung.....	144
3. Kausalität.....	144
a) Natürlicher und adäquater Kausalzusammenhang.....	144
b) Haftungsbegründende und haftungsausfüllende Kausalität.....	145
c) Praxis.....	147
aa) Biber-Entscheid.....	147
bb) SAirGroup-Entscheid.....	147
cc) Miracle-Entscheid.....	148
dd) Deutsche Rechtsprechung.....	148
4. Widerrechtlichkeit.....	149
5. Verschulden.....	150
III. Beweisanforderungen.....	151
1. Überwiegende Wahrscheinlichkeit.....	151
2. Beweiserleichterung in der Prospekthaftung.....	152
3. Schadensnachweis und richterliche Schadensfestsetzung.....	153
4. Anscheinsbeweis.....	154
IV. AGB, Disclaimers und Haftungsfreizeichnungen.....	155
1. Im vertraglichen Verhältnis.....	155
2. Im ausservertraglichen Verhältnis.....	156
V. Ausblick.....	157

Literaturverzeichnis

- ASSMANN HEINZ-DIETER, Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs fehlerhaft informierter Kapitalanleger, in: Festschrift für Hermann Lange, Stuttgart/Berlin/Köln 1992 (Kapitalanleger), 345 ff.
- BARTH MARCEL, Schadensberechnung bei Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation, Diss., Frankfurt am Main 2006 (Diss.).
- CEREGHETTI LEONARDO, Disclaimers und Haftungsfreizeichnungen im E-Commerce, sic! 2002, 1 ff. (Disclaimers).
- CHAMMARTIN CATHERINE/VON DER CRONE HANS CASPAR, Kausalität in der Prospekthaftung, SZW 2006, 452 ff. (Kausalität).
- DIETZI HANSPETER, Haftungsfälle im Zusammenhang mit Bankdienstleistungen, in: Peter Jung (Hrsg.), Tagungsband Recht aktuell 2006 (Aktuelle Entwicklungen im Haftpflichtrecht), Bern: Edition Weblaw 2006 (Haftungsfälle).
- FELBER MARKUS, Aktuelle bundesgerichtliche Rechtsprechung, SJZ 2006, 545 ff. (Rechtsprechung).

- GAUCH PETER, Die Vertragshaftung der Banken und ihre AVB, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), Bankhaftungsrecht, Basel 2006 (AVB).
- GEIBEL STEFAN J., Der Kapitalanlegerschaden, Diss. Tübingen 2002 (Diss.).
- GLASL DANIEL, Fall «Biber», unmittelbarer Aktionärsschaden in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, Schweizer Treuhänder 2005, 692 ff. (Biber).
- GROSS THOMAS, Fehlerhafte Vermögensverwaltung – Klage des Anlegers auf Schadenersatz, AJP 2006, 161 ff. (Vermögensverwaltung).
- GUTZWILLER CHRISTOPH, Schadensstiftung und Schadensberechnung bei pflichtwidriger Vermögensverwaltung und Anlageberatung, SJZ 2005, 357 ff. (Schadensstiftung).
- HARTMANN DIRK, Die Rechtsstellung der Finanzanalysten, Diss. Zürich 2006 (Diss.).
- ISLER PETER R., Sorgfalt und Haftung des Verwaltungsrates, in: Rolf H. Weber, Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich/Basel/Genf 2003, 1 ff. (Sorgfalt).
- LENOIR FRÉDÉRIC H., Prospekthaftung im Zusammenhang mit Going Publics, Diss., Zürich/Basel/Genf 2004 (Diss.).
- LOSER PETER, Die Vertrauenshaftung im schweizerischen Schuldrecht, Bern 2006 (Vertrauenshaftung).
- LOSER PETER, Die Vertrauenshaftung in der Praxis, in: Peter Jung (Hrsg.), Tagungsband Recht aktuell 2006 (Aktuelle Entwicklungen im Haftpflichtrecht), Bern: Edition Weblaw 2006 (Praxis).
- MOSER MARTIN/BERGER BERNHARD, Vertrauenshaftung auch im Bankgeschäft, zur Haftungsgrundlage und zu den Grenzen von Aufklärungspflichten, AJP 1999, 541 ff. (Vertrauenshaftung).
- NOBEL PETER, Finanzmarktrecht, 2. Aufl. Bern 2004 (Finanzmarktrecht).
- REY HEINZ, Ausservertragliches Haftpflichtrecht, 3. Aufl. Zürich/Basel/Genf 2003 (Haftpflichtrecht).
- SCHALLER JEAN-MARC, Finanzanalysten-Recht, Diss. Zürich 2004 (Diss.).
- SCHALLER JEAN-MARC, Finanzanalysten-Recht. Die Berufstätigkeit der Finanzanalysten im Rahmen des Privat-, Straf- und Aufsichtsrechts, Referat vom 3. Februar 2005 in Zürich, abrufbar unter: <www.ssiip.org/fluff/events/docs/050203%20ZH%20Presentation.pdf> (Berufstätigkeit).
- SCHALLER JEAN-MARC, Haftung für Fehlempfehlungen in Research Reports, Referat vom 27. November 2006 in Zürich, abrufbar unter: <www.sfaa.ch/files/2006_Referat_Jean-Marc_Schaller_HaftungFehlempfehlung_d.pdf> (Haftung).
- SIDLER MAX, Schadensschätzung und Gerechtigkeitsgebot – oder: die Beweismechanik bei ziffernmässig nicht nachweisbaren Schäden, AJP 2005, 535 ff. (Schadensschätzung).
- UMBACH PATRICK/WEBER ROLF H., Schadensberechnung in Verantwortlichkeitsprozessen, in: Rolf H. Weber (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich/Basel/Genf 2003, 111 ff. (Schadensberechnung).
- WEBER ROLF H., Beurteilung der neueren Rechtsprechung zur Verantwortlichkeit in Unternehmen, in: Rolf H. Weber (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht III, Zürich/Basel/Genf 2006, 147 ff. (Verantwortlichkeit).

WEBER ROLF H., Der Anlageschaden, in: Eugen Bucher/Claus Wilhelm Canaris/Heinrich Honsell/Thomas Koller (Hrsg.), Norm und Wirkung, Festschrift für Wolfgang Wiegand, Bern 2005, 965 ff. (Anlageschaden).

WEBER ROLF H., Schadenersatz kraft Schutznormen: Anwendung auch im Fernmelde-recht?, sic! 2003, 477 ff. (Schutznormen).

WEBER ROLF H., Obligationenrecht, Allgemeine Bestimmungen, Die Folgen der Nicht-erfüllung, Art. 97–109, Berner Kommentar, Bern 2000 (BK).

WEBER ROLF H./SCHALLER JEAN-MARC, Auf dem Weg zu einem neuen kohärenten Finanzmarktrecht in der Schweiz?, SZW 2003, 177 ff. (Finanzmarktrecht).

I. Einleitung

1. Problemstellung

Anlageschäden können auf verschiedenartigem Fehlverhalten von Finanzintermediären und anderen am Finanzmarkt beteiligten Personen beruhen. Die Komplexität der breiten Palette von Schadenfällen wird dadurch noch erhöht, dass oft (und insoweit abweichend von anderen Haftpflichtfällen) nicht allein der Aspekt der Widerrechtlichkeit (im Falle von Anlageschäden wohl eine Sorgfaltswidrigkeit), sondern ebenso sehr der Nachweis des Schadens und des adäquaten Kausalzusammenhangs zu Problemen Anlass geben kann. Damit zusammenhängend sind regelmässig schwierige Fragen von Beweislast und -anforderungen zu beurteilen.

2. Haftung für Anlageschäden

a) Anwendungsbeispiele

Für die Geltendmachung von Anlageschäden kommt nicht nur eine einzige spezifische Rechtsgrundlage in Frage, sondern es sind verschiedene Konstellationen und Fälle, die zu Anlageschäden führen, denkbar. Ausgangspunkt der zu wählenden Rechts- und Haftungsgrundlage ist das Schriftstück oder die Empfehlung, also die Information, aufgrund welcher der Geschädigte seine Kapitalanlage tätigte. Im Sinne einer exemplarischen Veranschaulichung der vielfältigen Rechtsbeziehungen, die zum Aufleben einer Haftung

für einen Anlageschaden führen können, seien für die nachfolgenden Ausführungen folgende Fälle erwähnt¹:

(1) 	Ein Anlagegeschäft aufgrund einer <i>Empfehlung eines Anlageberaters</i> ²
(2) 	Ein Anlagegeschäft aufgrund eines <i>Emissionsprospektes</i>
(3) 	Ein Anlagegeschäft aufgrund einer von einem <i>Finanzanalysten erstellten Analyse</i> ³
(4) 	Ein Anlagegeschäft aufgrund einer <i>Ad-hoc-Mitteilung</i> oder einer anderen Mitteilung/Information des Unternehmens ⁴

Unter einem Anlagegeschäft wird nachfolgend nicht nur die Neuinvestition in einen Titel verstanden, sondern auch die Aufrechterhaltung einer Position oder die Desinvestition (sowie auch jeweils der Verzicht auf eine solche)⁵. Ausschlaggebend im Sinne der Kausalität⁶ ist, dass der Anleger aufgrund der Information die Transaktion tätigt (oder darauf verzichtet).

b) Haftungsgrundlagen

In einem ersten Schritt ist das Vorliegen bzw. Fehlen einer Vertragsbeziehung zu prüfen. Fehlt eine vertragliche Haftung, sind mit der spezialgesetzlichen Organ- und Prospekthaftung, der Vertrauenshaftung, der culpa in contrahendo und der deliktischen Haftung weitere Rechtsgrundlagen denkbar, wie die folgende Übersicht⁷ zeigt:

¹ Für einen aktuellen Überblick über die Haftungsfälle im Zusammenhang mit Bankdienstleistungen vgl. DIETZL, Haftungsfälle, 1 ff.

² Abzugrenzen von einer Haftung aus Anlageberatung ist diejenige aus Vermögensverwaltung, weil im typischen Fall der Vermögensverwaltung das Kapitalgeschäft nicht aufgrund einer Information oder Empfehlung an den Kunden erfolgt, sondern gestützt auf eine Anlagestrategie direkt von der Bank getätigt wird.

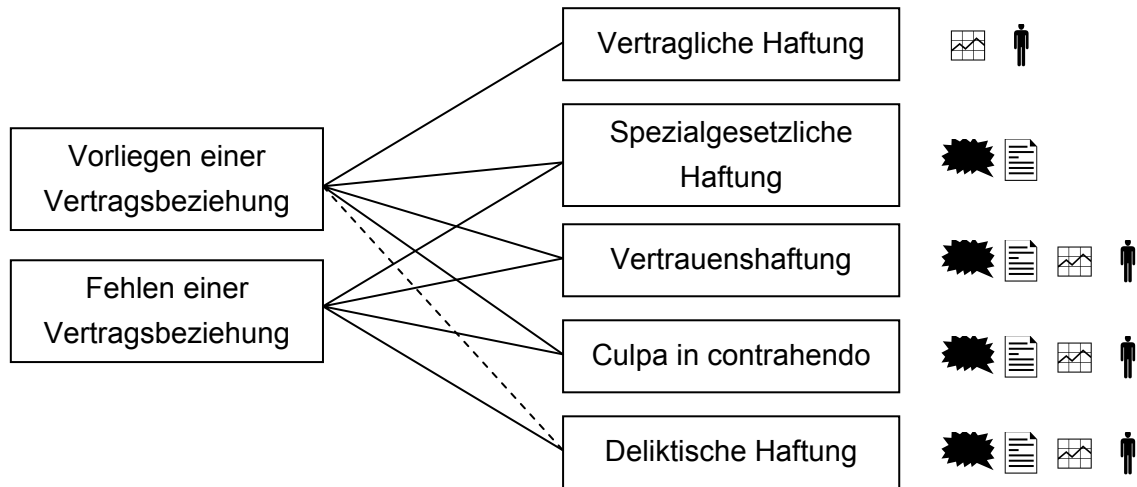
³ Zur zivilrechtlichen Qualifizierung von Finanzanalysen vgl. HARTMANN, Diss., 149 ff.

⁴ Denkbar in diesem Fall sind beispielsweise vom Unternehmen publizierte Informationen im Geschäftsbericht sowie Äußerungen von Managementmitgliedern an der Generalversammlung und in der Presse.

⁵ ASSMANN, Kapitalanleger, 351.

⁶ Vgl. hinten II.3.

⁷ Vgl. auch WEBER, Anlageschaden, 967.



(1) Im Rahmen der *vertraglichen Haftung* steht die Haftung nach Auftragsrecht (Art. 398 OR) im Vordergrund, beruhend auf der Verletzung des gesollten Leistungsprogrammes (z.B. Einhaltung bestimmter Sorgfalts- und Treuepflichten). Zur Anwendung kommt gegebenenfalls aber auch das Rechtsinstitut der positiven Vertragsverletzung als Sonderausprägung des allgemeinen Nichterfüllungstatbestandes⁸. Denkbar ist weiter ein Vorgehen nach Kaufvertragsrecht (etwa beim Kauf einer Finanzanalysedokumentation) oder nach Innominatvertragsrecht, beispielsweise nach Abonnementsvertrag, Anlageberatungsvertrag oder Finanzanalysevertrag⁹.

(2) Im Vordergrund der *spezialgesetzlichen Haftung* steht die Prospekthaftung nach Art. 752 OR. Diese kommt zur Anwendung, wenn in einem Emissionsprospekt oder in ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet werden. Jeder, der absichtlich oder fahrlässig beim mangelhaften Prospekt mitgewirkt hat, haftet den Erwerbern der Titel für den dadurch verursachten Schaden¹⁰. Denkbar ist aber auch die allgemeine Organhaftung nach Art. 754 OR. Äussert sich beispielsweise der Vorsitzende der Geschäftsleitung an einer Pressekonferenz unrichtig oder irreführend zu einer Entwicklung im Unternehmen und verstösst er so gegen seine Sorg-

⁸ WEBER, Anlageschaden, 967.

⁹ Dazu SCHALLER, Diss., 111 ff.

¹⁰ Vgl. NOBEL, Finanzmarktrecht, § 11 N 220 ff.

faltspflicht¹¹, ist ein Vorgehen nach Art. 754 für darauf gestützte Anlagegeschäfte mit resultierenden Anlageschäden durchaus denkbar¹².

(3) Bei der *Vertrauenshaftung* geht es um eine auf Vertrauen basierende haftungsbegründende Tatsache ausserhalb von Verträgen¹³, die gestützt auf Art. 2 ZGB geltend gemacht wird. In seiner Rechtsprechung hat das Bundesgericht verschiedentlich darauf hingewiesen, dass sich die Haftung aus falschem Rat und mangelhafter Auskunft im ausservertraglichen Bereich als Anwendungsfall der Vertrauenshaftung ansehen lässt¹⁴. Das Bundesgericht verlangt aber, dass mit der Anfrage und der Auskunftserteilung aufgrund der Umstände eine rechtliche Sonderverbindung zwischen den Beteiligten begründet wird, aus welcher sich höhere Anforderungen ergeben als die aus dem Massstab der Widerrechtlichkeit oder des Verstosses gegen die guten Sitten abzuleitende Forderung des ethischen Minimums, das von jedermann und in jeder Lage zu respektieren ist¹⁵.

An die Vertrauenshaftung im Bereiche des Anlageschadens sind hohe, in jedem Einzelfall zu erfüllende Voraussetzungen zu stellen. Konkret ist ein berufsbezogenes Vertrauen in die besondere Sachkunde der empfehlenden Person bzw. die Sachgemässheit der Information zu erwecken, indem beispielsweise konkrete Zusagen oder Versprechen gemacht werden, welche über einen reinen Werbecharakter hinausgehen¹⁶. Im Rahmen der vorgenannten Anwendungsbeispiele denkbare Fälle einer Vertrauenshaftung wären die Empfehlung eines erfahrenen Anlageberaters, ohne dass zwischen dem Berater und dem Empfänger der Empfehlung (Anleger) ein Vertrag besteht, oder die Empfehlung eines Finanzanalysten, die beispielsweise kostenlos (und ohne Vertragsabschluss) auf der Internetseite der Bank abrufbar ist. Auch eine bewusst falsche, übertreibende, unvollständige oder ausgebliebene Ad-hoc-Meldung vermag zu einer Vertrauenshaftung zu führen¹⁷,

¹¹ Art. 717 Abs. 1 OR.

¹² In der Klage über die Bekanntgabe der Milliardenkreditlimite an der Generalversammlung der SAirGroup (4C.70/2005; dazu Fn. 18) stützten die Kläger ihr Begehren jedoch nicht auf Art. 754 OR, sondern auf Art. 41 OR und Art. 2 ZGB (Vertrauenshaftung).

¹³ LOSER, Vertrauenshaftung, 115 ff.; DERS., Praxis, Rz. 5; SCHALLER, Berufstätigkeit, 7 ff. spricht von einer sog. «ausservertraglichen Berufshaftung».

¹⁴ BGE 124 III 363; 121 III 350; 120 II 331.

¹⁵ BGer vom 26. September 2001, 4C.193/2000, E. 4a).

¹⁶ SCHALLER, Berufstätigkeit, 7.

¹⁷ NOBEL, Finanzmarktrecht, § 11 N 183 f.; vgl. ausführlich und mit weiteren Hinweisen zur Vertrauenshaftung im Bankgeschäft MOSER/BERGER, Vertrauenshaftung, 541 ff.

ebenso wie wissentlich falsche Aussagen von Verwaltungsratsmitgliedern an einer Generalversammlung¹⁸.

(4) Pflichtverletzungen sind bereits im Zeitpunkt von Vertragsverhandlungen denkbar. Diese Fälle werden durch die Rechtsfigur der *culpa in contrahendo* erfasst. Inhaltlich stehen solche Pflichtverletzungen nahe an der Verletzung von Nebenpflichten im Sinne der nicht gehörigen Erfüllung, was dazu führt, dass als Anknüpfungspunkte für Ersatzansprüche vermehrt die vertraglichen Regeln anstelle der ausservertraglichen Normen herangezogen werden¹⁹.

(5) Im Rahmen der *deliktischen Haftung* kommt neben der allgemeinen Haftung aus Art. 41 Abs. 1 OR²⁰ insbesondere auch die Haftung wegen Verstosses gegen die guten Sitten (Art. 41 Abs. 2 OR) in Frage²¹.

c) Definition

Gestützt auf die vorerwähnten Überlegungen lässt sich ein Anlageschaden wie folgt definieren: Ein Anlageschaden resultiert aus einer fehlerhaften, für den Anleger aber als sachkundig erscheinenden Anlageempfehlung und kann gestützt auf einen Vertrag, aber auch ausservertraglich geltend gemacht werden; mit anderen Worten geht es um eine schuldhaft rechtswidrige Einwirkung auf die Willensbildung eines Anlegers vor einem Anlagegeschäft, wie die folgende Übersicht veranschaulicht²²:

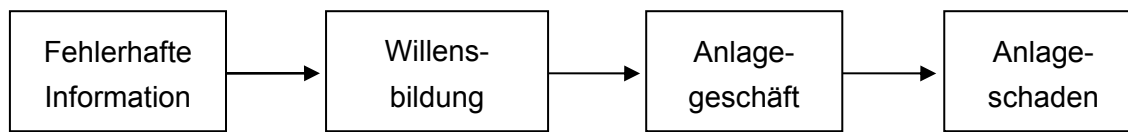
¹⁸ Im Fall 4C.70/2005 hatte das Bundesgericht über den Vorwurf der Vortäuschung des «Milliardenkreditvertrages», der damaligen SAirGroup vermeintlich eingeräumt von drei Banken, zu entscheiden. Die Kläger begründeten ihre Klage damit, dass wiederholt öffentlich erklärt worden sei, dass mit der Milliardenkreditlimite die Liquidität der SAirGroup gesichert sei. Sie stützten die Klage auf die Vertrauenshaftung nach Art. 2 ZGB und zusätzlich auch auf Art. 41 OR. Das Bundesgericht wies die Klage schliesslich ab und stimmte der Vorinstanz zu, welche den Kausalzusammenhang zwischen der Information über die vermeintliche Kreditlimite und dem Kauf der Obligationen verneinte, weil es auch andere Gründe für die Tätigkeit der Anlagen gegeben habe und die Kreditlimite nicht von ausschlaggebender Bedeutung gewesen sei (vgl. auch WEBER, Verantwortlichkeit, 162 ff.); eine Klage gestützt auf die Verantwortlichkeitshaftung kann im Übrigen auch angestrebt werden, obwohl ein Vertrag zwischen diesen Parteien besteht (vgl. dazu den Entscheid 4C.410/1997 und die Besprechung von MOSER/BERGER, Vertrauenshaftung, 541 ff.).

¹⁹ WEBER, BK, Vorb. Art. 91–109 N 41.

²⁰ In der Klage über die Bekanntgabe der Milliardenkreditlimite an die SAirGroup (dazu Fn. 18) stützten die Kläger ihr Begehren auf Art. 41 OR.

²¹ WEBER, Anlageschaden, 967.

²² Ähnlich GEIBEL, Diss., 1.



II. Haftungsvoraussetzungen

1. Aktivlegitimation

Im Rahmen der Prospekthaftung legitimiert ist der Erwerber der Titel, dem durch die Falschangaben ein Schaden verursacht worden ist. Grundsätzlich spricht das Gesetz den Ersterwerber der neu ausgegebenen Titel an. Nach Rechtsprechung und Lehre ist jedoch nicht nur der Zeichner während der Angebotsfrist, sondern auch der spätere Anleger klageberechtigt, sofern die Angaben im Prospekt kausal für seinen Kaufentschluss waren²³. In diesem Sinne ist jeder Anleger bei einem Anlageschaden klageberechtigt, der ein Anlagegeschäft gestützt auf eine fehlerhafte Information getätigt hat und der einen daraus resultierenden Anlageschaden geltend machen kann.

2. Schaden

a) Traditioneller Schadensbegriff

aa) Differenztheorie

Lehre und Rechtsprechung orientieren sich bei der Konkretisierung des Schadensbegriffes regelmässig am ökonomischen Schaden (Vermögensschaden)²⁴. Rechtlich relevant ist demnach ein Vermögensschaden, der sich in einer unfreiwilligen und damit ungewollten Beeinträchtigung des Reinvermögens des Gläubigers, die sich in einer Verminderung der Aktiven bzw. einer Vermehrung der Passiven (*damnum emergens*) oder einem entgangenen Gewinn (*lucrum cessans*) ausdrücken kann, manifestiert. Der Schaden entspricht der Differenz zwischen dem tatsächlichen Vermögensstand nach Eintritt der schädigenden Pflichtwidrigkeit und dem hypothetischen Stand,

²³ BGE 131 III 306 ff., 308 f.; dazu ausführlicher hinten II.3.c)(1) und WEBER, Verantwortlichkeit, 149 ff.

²⁴ WEBER, BK, Art. 97 N 148.

den das Vermögen ohne Verwirklichung des schädigenden Ereignisses gehabt hätte²⁵.

bb) Positives und negatives Interesse

Bei der Art und Weise der Berechnung des Schadens unterscheiden Rechtsprechung und Lehre zwischen positivem und negativem Vertragsinteresse. Das positive Interesse (Erfüllungsinteresse) soll den Gläubiger so stellen, wie wenn der Vertrag richtig erfüllt worden wäre. Das negative Interesse will den Gläubiger in die Position bringen, in welcher er sich befinden würde, wenn er den Vertrag gar nicht abgeschlossen hätte (Vertrauensschaden)²⁶.

cc) Problematik bei Anlageschäden

Diese traditionellen Kategorien des positiven und des negativen Vertragsinteresses passen im Kontext des Anlageschadens nicht, denn es stellt sich die Frage, ob der Anleger bei richtiger Erfüllung des Vertrages, also bei sorgfältiger und richtiger Anlageempfehlungen bzw. bei Vorliegen eines korrekten Prospektes, das dem Anlageschaden zugrunde liegende Anlagegeschäft überhaupt getätigt hätte, was in den überwiegenden Fällen wohl nicht anzunehmen ist. In diesem Sinne kann nicht wie bei der herkömmlichen Berechnung des positiven oder negativen Interesses an die Hypothese angeknüpft werden, dass die schädigende Handlung nicht eingetreten ist. Vielmehr scheint es zutreffender, den Anleger so zu stellen, wie wenn dieser richtig informiert worden wäre.

Ausserdem ist der Schaden konkret zu beweisen; eine Quantifizierung des Schadens lässt sich jedoch im Fall eines Anlageschadens nur schwer vornehmen, weil hypothetische Entwicklungen an den Wertpapiermärkten eine grosse Rolle spielen. Der Schadensnachweis verursacht somit nicht zu unterschätzende Prozessrisiken²⁷ und gehört damit wohl zu den umstrittensten Punkten des Schadensrechts²⁸.

Aus diesen Gründen ist die Umschreibung veränderter Schadensberechnungskomponenten notwendig²⁹, was nachfolgend im Einzelnen darzulegen ist.

²⁵ BGE 127 III 546; 116 II 444; 115 II 481; WEBER, BK, Art. 97 N 151; UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 125 ff.

²⁶ WEBER, BK, Art. 97 N 209 ff.

²⁷ UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 113.

²⁸ SCHALLER, Haftung, 5.

²⁹ WEBER, Anlageschaden, 967.

b) Berechnung von Anlageschäden**aa) Geschäftsabschlussschaden**

Beim Anlageschaden geht es um den durch ein fehlerhaftes Verhalten eines Finanzintermediärs verursachten Schaden eines Anlegers, der für das Anlagegeschäft als relevant erscheint. Dieser Vertrag ist vom Anleger nur eingegangen worden, weil er auf die unrichtigen oder unvollständigen Angaben der Empfehlung bzw. des Prospektes vertraut hat. Ein solcher Schaden kann als «Geschäftsabschlussschaden» bezeichnet werden³⁰, obwohl dazu im vorgenannten Sinne nicht zwingend ein Vertrag³¹ vorliegen muss.

bb) Betroffene Vermögensinteressen**(1) Richtigkeits- und Garantieinteresse**

Zu unterscheiden ist zwischen dem Richtigkeitsinteresse und dem Garantieinteresse³²:

- Das *Garantieinteresse* umschreibt das Interesse am tatsächlichen Eintreten des Aufklärungsinhaltes.
- Das *Richtigkeitsinteresse* umschreibt das Interesse an der Richtigkeit und Vollständigkeit der Information.

Das *Garantieinteresse* kommt in der Praxis nur dann zum Tragen, wenn der Aktienprospekt, die Finanzanalyse, der Anlageberater oder ein Vertreter des betroffenen Finanzintermediärs eine Garantiepflicht für den Inhalt der Information oder Empfehlung übernommen hat. Der Garantierende übernimmt also für den Inhalt der Information oder Empfehlung bzw. für das tatsächliche Eintreten eines Prognoseinhalts eine Gewähr; er verspricht dafür einzustehen³³. Das Garantieinteresse ist nur erstattungsfähig, wenn eine entsprechende Zusicherung abgegeben wurde, die sich in einem Vertrag konkretisiert; ausservertragliche Verhältnisse vermögen kein Garantieinteresse zu begründen. In der Praxis dürften solche Zusicherungen jedoch mit Bezug

³⁰ Im deutschen Recht ist auch von «Vertragsabschlussschaden» die Rede. Im Gegensatz dazu tätig beim «Kursdifferenzschaden» ein Anleger ein Wertpapiergeschäft aufgrund eines verzerrten Kurses und nicht aufgrund einer mangelhaften Empfehlung (BARTH, Diss., 195). Dieses Kursdifferenzinteresse wird nachfolgend nicht näher behandelt und im vorliegenden Sinne nicht als Anlageschaden i.e.S. bezeichnet.

³¹ Zu den Haftungsgrundlagen vorne I.2.b).

³² WEBER, Anlageschaden, 975 m.w.Verw.

³³ GEIBEL, Diss., 51.

auf Kapitalmarkttransaktionen nur selten vorkommen³⁴, u.a. weil der Inhalt von Werturteilen (Finanzanalyse, Anlageberatung) kaum garantiert werden kann³⁵.

Nachfolgend wird deshalb detaillierter auf die Geltendmachung des *Richtigkeitsinteresses* eingegangen.

(2) Konstellationen des Richtigkeitsinteresses

Der Anlageschaden kann im Sinne des Richtigkeitsinteresses nur hypothetisch ermittelt werden; es stellt sich die Frage nach dem Vermögensstand des Kunden, falls eine sorgfältige und korrekte Anlageempfehlung bzw. ein vollständiger und gesetzeskonformer Prospekt im Sinne des Obligationenrechts abgegeben worden wäre³⁶. Mit anderen Worten ist der Anleger so zu stellen, wie wenn er richtig informiert worden wäre³⁷. Somit ist danach zu fragen, ob und zu welchem Preis der Anleger das Anlagegeschäft getätigt hätte³⁸. Dementsprechend sind die folgenden drei Konstellationen zu differenzieren³⁹:

- Der Geschädigte hätte bei korrekter Informationslage das Anlagegeschäft nicht getätigt; er möchte so gestellt werden, wie wenn er die fehlerhafte Information nicht gekannt hätte.
- Der Geschädigte hätte wie bei der vorerwähnten Variante das Geschäft nicht getätigt, dafür ein Alternativgeschäft abgeschlossen.
- Der Geschädigte hätte bei korrekter Informationslage das Anlagegeschäft zu einem tieferen Preis getätigt; er möchte so gestellt werden, wie wenn er die fehlerhafte Information gekannt hätte.

Grundsätzlich steht die Wahl der Schadensberechnungsmethode dem Geschädigten zu; dabei lassen sich im Einzelfall die eingetretenen Schadenspositionen und die vorhandenen Beweismittel als Kriterien für die Wahl heranziehen⁴⁰.

Wählt der Geschädigte den ersten Fall, d.h. möchte er so gestellt werden, wie wenn er von der mangelhaften Information nichts gewusst hätte (negati-

³⁴ WEBER, Anlageschaden, 975 m.w.Verw.

³⁵ GEIBEL, Diss., 51.

³⁶ GROSS, Vermögensverwaltung, 165.

³⁷ SCHALLER, Diss., § 8 N 137.

³⁸ SCHALLER, Haftung, 5.

³⁹ Vgl. ähnlich WEBER, Anlageschaden, 975 m.w.Verw.

⁴⁰ WEBER, Anlageschaden, 975 m.w.Verw.

ves Interesse), besteht der Anlageschaden in der Differenz zwischen dem Kaufs- und dem Verkaufspreis der Anlage; allenfalls ist ein Selbstverschulden des Anlegers miteinzubeziehen⁴¹. Herzustellen ist der vermögensmäßige Zustand des Anlegers vor der Investition⁴².

In der zweiten Fallkonstellation kann der Geschädigte gleichzeitig, unter der Voraussetzung der Beweisbarkeit⁴³, geltend machen, er hätte dafür ein anderes Anlagegeschäft abgeschlossen und damit sei ihm ein Gewinn entgangen⁴⁴.

In der dritten Fallkonstellation gestaltet sich die Schadensberechnung problematischer, weil der hypothetische Kursverlauf der Anlage bei korrekter Informationslage ermittelt werden muss. Diese Beweisführung ist mit fast unüberwindbaren Schwierigkeiten verbunden, denn die Auswirkungen einer unzutreffenden Information oder Empfehlung lassen sich kaum von anderen Einflussfaktoren wie z.B. einer allgemeinen Marktentwicklung oder gar von irrationalen Kurseinflüssen (Behavioral Finance) abgrenzen, selbst wenn von Ökonomen entwickelte Modelle zur sog. Kapitalmarkteffizienzhypothese sinnvolle Indizien abzugeben vermögen⁴⁵.

Insgesamt erscheinen also nur die ersten zwei Fälle als realistisch und auch rechenbar. Der dritte Fall birgt wesentliche Gefahren, sowohl in der Beweisbarkeit als auch in der konkreten Schadensberechnung des hypothetischen Vermögensstandes⁴⁶.

cc) Schadenskomponenten

Der Gesamtschaden setzt sich aus einzelnen Komponenten zusammen⁴⁷, die bei der Berechnung des Anlageschadens zum Tragen kommen.

⁴¹ SCHALLER, Haftung, 6.

⁴² WEBER, Anlageschaden, 976.

⁴³ Daran wird dieser Fall wohl in der Praxis scheitern; vgl. sogleich II.2.b)cc)(3).

⁴⁴ Vgl. hinten II.2.b)cc)(3).

⁴⁵ SCHALLER, Haftung, 5.

⁴⁶ Dazu UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 127 ff.

⁴⁷ Vgl. den Überblick bei LENOIR, Diss., 195 und WEBER, Anlageschaden, 977 ff.

(1) Wertverlust der Titel (primärer Schaden)

Der Schaden aus dem Wertverlust der Titel (auch primärer Schaden) entsteht unmittelbar aufgrund der Pflichtverletzung der fehlerhaften Information bzw. des fehlerhaften Prospektes. Als *damnum emergens* wird er bei Anlageschäden den Grossteil des Gesamtschadens ausmachen. Der Wertverlust spiegelt sich (zumindest im effizienten Kapitalmarkt) im Kurs der Titel der Emittentin wider und äussert sich regelmässig in einem Kurssturz an der Börse⁴⁸. Der Wertverlust des Titels berechnet sich aus der Differenz des Kaufs- und Verkaufspreis an der Börse⁴⁹.

(2) Schaden aus Drittfinanzierung/Schadenszins

Weiter stellt sich die Frage, ob auch ein Schaden geltend gemacht werden kann, der sich daraus ergibt, dass sich der Kläger aus einer Drittfinanzierung Kapital beschafft hat, um das Anlagegeschäft zu tätigen⁵⁰. Dies ist zu bejahen: Auf dem entstandenen Schaden ist ein Schadenszins von 5% zu bezahlen, und zwar ab dem Zeitpunkt, in dem sich das Ereignis finanziell ausgewirkt hat⁵¹.

(3) Entgangener Gewinn

Ein entgangener Gewinn lässt sich nur dann erfolgreich geltend machen, wenn der Nachweis gelingt, dass bei Nichtvornahme des dem Anlageschaden zu Grunde liegenden Anlagegeschäfts die diesbezüglichen Mittel anderweitig verwendet worden wären und dadurch ein den Schadenszins übersteigender Gewinn hätte erzielt werden können⁵². Dieser Beweis dürfte in der Praxis lediglich selten gelingen⁵³.

⁴⁸ LENOIR, Diss., 161.

⁴⁹ Vgl. vorne II.2.b)bb)(2).

⁵⁰ LENOIR, Diss., 187.

⁵¹ UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 130; LENOIR, Diss., 187 ist der Ansicht, dass nicht pauschal ein Schadenszins von 5% zu bezahlen ist, sondern die exakten Zinskosten eines Kredits; vgl. auch BGer 4C.117/1999.

⁵² UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 130; zur deutschen Rechtslage BARTH, Diss., 202: Ein Gewinn gilt dort als entgangen, wenn er «nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge oder nach den besonderen Umständen, insbesondere nach den getroffenen Anstalten und Vorkehrungen, mit Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte»; der entgangene Gewinn berechnet sich aus dem Betrag, den der Kläger investiert hätte, multipliziert mit der Rendite aus der alternativen Anlage (LENOIR, Diss., 178).

⁵³ LENOIR, Diss., 178.

(4) Aufwendungen im Hinblick auf das Anlagegeschäft

Der ersatzberechtigte Anleger kann alle Aufwendungen erstattet verlangen, die er nicht getätigt hätte, wenn er richtig informiert worden wäre. Als Beispiele anführen lassen sich Vertragsabschlusskosten, Bearbeitungsgebühren, Courtagen, Beratungskosten sowie Agios⁵⁴. Diese sog. Nebenkosten sind aber nur ersatzfähig, wenn sie sonst nicht angefallen wären. Der Ersatz ist mit anderen Worten nicht möglich, wenn der Anleger (beispielsweise im Rahmen des entgangenen Gewinns) argumentiert, er hätte ohne die Falschinformationen andere Anlagen erworben, deren Kauf mit denselben Kosten verbunden gewesen wäre⁵⁵.

(5) Vorteilsanrechnung

Unter Rückgriff auf die allgemeinen Grundsätze des Schadensrechts ist die Schadenshöhe um die vermögenswerten Vorteile, die in einem adäquat-kausalen Zusammenhang zum schädigenden Ereignis stehen, zu kürzen⁵⁶. Dies ist bei Anlageschäden beispielsweise der Fall, wenn zwischen der getätigten Kapitalmarkttransaktion und der Einleitung des Schadenersatzprozesses eine Dividende ausbezahlt wurde, die der Anleger nicht erhalten hätte, wenn es nicht zur Abwicklung des Geschäfts gekommen wäre⁵⁷.

(6) Schadensminderungspflicht

Dem Anleger obliegt nach Art. 44 Abs. 1 OR eine Schadensminderungspflicht. Im Falle von Anlageschäden könnte dies z.B. bedeuten, dass nach einem ersten Kurseinbruch des Wertpapiers und von einem voraussehbaren weiteren Fallen der Kurse ein Verkauf der getätigten Investition als angebracht erscheinen würde⁵⁸. Unterlässt dies der Anleger, so kann ein schadensminderndes Selbstverschulden vorliegen⁵⁹.

⁵⁴ GEIBEL, Diss., 294.

⁵⁵ BARTH, Diss., 202; LENOIR, Diss., 188.

⁵⁶ BARTH, Diss., 212.

⁵⁷ WEBER, Anlageschaden, 979.

⁵⁸ SCHALLER, Diss., § 8 N 141.

⁵⁹ WEBER, Anlageschaden, 979 m.w.Verw.

dd) Zeitpunkt der Schadensberechnung

Der Schaden wird grundsätzlich auf den Zeitpunkt seines Eintritts hin berechnet; hat dieser vor Prozessbeginn zu laufen begonnen, ist er auf denjenigen Zeitpunkt zu berechnen, in welchem die letzte Gerichtsstanz urteilt, die noch neue Tatsachen berücksichtigen kann⁶⁰. Im Falle des Anlageschadens liegt nicht erst im Zeitpunkt des Verkaufs der betroffenen Anlage durch den Anleger ein nachweisbarer und einklagbarer Schaden vor⁶¹; die hypothetische Schadensberechnung zwischen dem Erwerbspreis und dem Kurswert an einem bestimmten Tag ist als zulässige Vorgehensweise bei der Schadensberechnung anzuerkennen; der Anleger muss sich für einen bestimmten Tag als Grundlage der Berechnung entscheiden und kann nicht nach dem getroffenen Entscheid im Falle eines für ihn günstigeren späteren Kursverlaufes eine neue Berechnungsbasis wählen⁶².

3. Kausalität

a) Natürlicher und adäquater Kausalzusammenhang

Erstattungsfähig ist ein Anlageschaden nur, wenn zwischen der fehlerhaften Information (also dem fehlerhaften Prospekt, der fehlerhaften Analyse, der fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung oder der fehlerhaften Anlageberatung) und dem eingetretenen Schaden sowohl ein natürlicher als auch ein adäquater Kausalzusammenhang besteht. Die natürliche Kausalität ist erfüllt, wenn die fehlerhafte Information *condicio sine qua non* für den Eintritt des Anlageschadens gewesen ist⁶³.

Der adäquate Kausalzusammenhang ist gegeben, wenn die mangelhafte Information nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung geeignet ist, den Investitionsentscheid des Anlegers zu beeinflussen und einen Schaden von der Art des eingetretenen Schadens herbeizuführen⁶⁴. Das Bundesgericht überprüft im Sinne einer Rechtsfrage die Wertungsgesichtspunkte des adäquaten Kausalzusammenhanges im Beru-

⁶⁰ REY, Haftpflichtrecht, 50 m.w.Verw.

⁶¹ A.M. SCHALLER, Diss., 166 f. m.w.Verw.

⁶² WEBER, Anlageschaden, 972 f.

⁶³ Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist dies eine Tatfrage, die nur im Verfahren der staatsrechtlichen Beschwerde überprüft werden kann (BGE 132 III 715 ff., 718).

⁶⁴ SCHALLER, Diss., § 8 Rz. 160.

fungsverfahren⁶⁵. Neben einem aktiven Handeln kann auch ein Unterlassen (z.B. das Unterdrücken von relevanten Angaben in einer Beratung oder Analyse) kausal für die Schädigung eines Anlegers sein⁶⁶.

b) Haftungsbegründende und haftungsausfüllende Kausalität

Im Rahmen der adäquaten Kausalität wird in der Lehre weiter unterschieden in haftungsbegründende und haftungsausfüllende Kausalität⁶⁷. Beide Komponenten müssen erfüllt sein, damit von einem adäquaten Kausalzusammenhang ausgegangen werden kann⁶⁸:

- Die haftungsbegründende Kausalität liegt vor, wenn sich der Anleger bei seiner Investitionsentscheidung von den unrichtigen Empfehlungen oder Prospektangaben leiten liess oder sich im Falle unvollständiger Angaben bei Kenntnis der wahren Sachlage gegen das Anlagegeschäft entschieden hätte⁶⁹. Bei der haftungsbegründenden Kausalität wird weiter unterschieden in direkte und indirekte haftungsbegründende Kausalität⁷⁰.

⁶⁵ BGE 132 III 715 ff., 718; im neueren BGE 131 III 306 ff. (Biber Holding AG) hat das Bundesgericht in einem Fall der Prospekthaftung die Kausalität verneint, weil der Kläger seinen Kaufentschluss nicht unmittelbar auf den Prospekt stützte, sondern auf Kaufempfehlungen in einer Zeitschrift.

⁶⁶ BGE 132 III 715 ff., 718.

⁶⁷ LENOIR, Diss., 142 ff., 150 ff.; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, Kausalität, 452 ff.

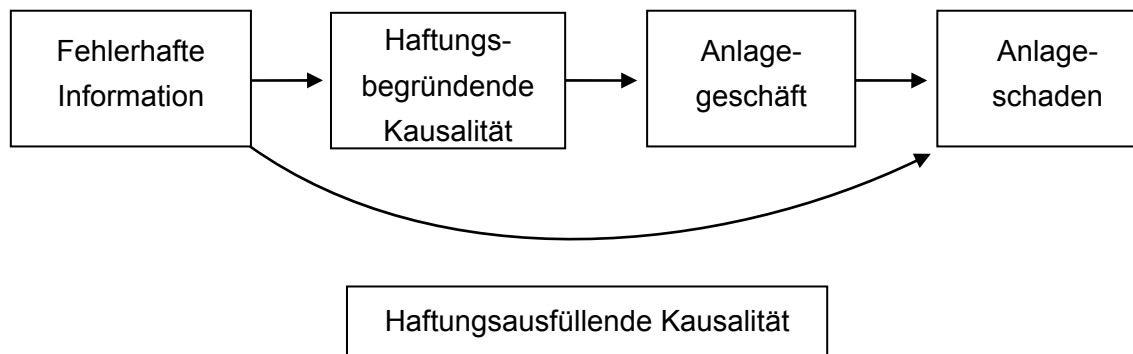
⁶⁸ LENOIR, Diss., 153.

⁶⁹ LENOIR, Diss., 142.

⁷⁰ Die direkte Kausalität bedeutet, dass ein Anleger die Titel unmittelbar gestützt auf den Prospekt (oder eine andere Anlageinformation oder -empfehlung) gezeichnet oder erworben hat; der Anleger muss dazu die Empfehlung/den Prospekt gelesen haben. Von indirekter haftungsbegründender Kausalität ist die Rede, wenn der Anleger den Prospekt nicht selbst gelesen hat, jedoch beim Entscheid zum Wertpapiergeschäft auf die durch die Information hervorgerufene Anlagestimmung abstellt, die unter der Annahme effizienter Märkte den gehandelten Börsenkurs bildet (BGer 4P.96/2006, Erw. 2.2 und 2.4; LENOIR, Diss., 144; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, Kausalität, 456 f.). Die Theorie effizienter Märkte wird aber von neuen Erkenntnissen aus der Behavioural Finance in Frage gestellt, was zur Folge hat, dass die Anforderungen an den Beweis des Klägers, dass der Prospekt oder die Empfehlung die Anlagestimmung geprägt hat, höher sind, als wenn die Theorie effizienter Märkte uneingeschränkt gelten würde. Für die späteren Käufer kommt erschwerend hinzu, dass je weiter der Börsengang zurückliegt, desto eher neue Informationen die durch den Prospekt erzeugte Anlagestimmung beendet haben (CHAMMARTIN/VON DER CRONE, Kausalität, 460). LENOIR, Diss., 153 geht bei der indirekt haftungsbegründenden Kausalität von einer Umkehr der Beweislast aus; «die indirekt zustande gekommene Kausalität» sei als gegeben zu be-

- Die haftungsausfüllende Kausalität ist gegeben, wenn die Pflichtverletzung selber zum geltend gemachten Schaden geführt hat⁷¹. Diese Situation lässt sich an folgendem Beispiel veranschaulichen: Enthält ein Prospekt oder eine Anlageempfehlung fehlerhafte Informationen zu einem Produkt A, gerät das Unternehmen jedoch wegen des Produkts B in finanzielle Schwierigkeiten, was schliesslich an der Börse einen Kurssturz auslöst, kann ein Anleger keinen Anlageschaden geltend machen⁷².

Für den Nachweis des Anlageschadens wird mit der haftungsbegründenden und der haftungsausfüllenden eine doppelte Kausalität verlangt, die vom geschädigten Anleger nachzuweisen ist. Folgende Übersicht verdeutlicht die verlangte doppelte Kausalität:



Bei Anlageschäden dürfte es in der Praxis nicht leicht sein, diese doppelte Kausalität nachzuweisen. Insbesondere der Nachweis der haftungsausfüllenden Kausalität ist in gewissen Konstellationen beinahe unmöglich, weil für einen Wertverlust an der Börse regelmässig nicht nur ein Faktor ausschlaggebend ist, sondern eine Vielzahl von verschiedenen Komponenten, die keinen Bezug zur fehlerhaften Information im Sinne der haftungsausfüllenden Kausalität aufweisen. Deshalb ist gesondert zu prüfen, inwieweit bei Anlageschäden gewisse Beweiserleichterungen zum Tragen kommen sollten⁷³.

trachten, «sofern kein Faktor vorliegt, der sie unterbricht oder bewirkt, dass sie nicht zustande gekommen ist».

⁷¹ LENOIR, Diss., 150.

⁷² CHAMMARTIN/VON DER CRONE, Kausalität, 455.

⁷³ Dazu hinten III.

c) Praxis**aa) Biber-Entscheid**

Im Biber-Entscheid⁷⁴ prüfte das Bundesgericht die Frage der Kausalität aufgrund einer Prospekthaftungsklage. Der Kläger hatte während der im Prospekt aufgeführten Zeichnungsfrist keine Aktien gezeichnet und wurde darum nicht als Ersterwerber eingestuft. Jedoch ist grundsätzlich auch ein späterer Käufer, dessen Klageberechtigung unter der Voraussetzung zu bejahen ist, dass die Angaben im Prospekt kausal für seinen Kaufentschluss waren, aktivlegitimiert⁷⁵. Das Bundesgericht wies den Fall dennoch ab, weil der Prospekt beim Kläger keinen nennenswerten Einfluss auf den Kaufentschluss gehabt haben konnte: Der Kläger hatte die Aktien nicht sofort gekauft, sondern zunächst das Marktgeschehen verfolgt; ausschlaggebend für seinen Kauf war «das positive Bild», das er von der Biber-Gruppe hatte, nicht aber der Prospekt⁷⁶.

bb) SAirGroup-Entscheid

Im Jahre 2005 hatte das Bundesgericht⁷⁷ über den Vorwurf der Vortäuschung des «Milliardenvertrages» zwischen der damaligen SAirGroup und drei Banken zu entscheiden. Die Kläger begründeten ihre Klage damit, dass wiederholt öffentlich erklärt worden sei, dass mit der Milliardenkreditlimite die Liquidität der SAirGroup gesichert sei und sie gestützt auf diese Limite die betreffenden Anlagegeschäfte tätigten. Das Bundesgericht wies die Klage ab und stimmte der Vorinstanz zu, welche den Kausalzusammenhang zwischen der Verkündigung der vermeintlichen Kreditlimite und dem Kauf der Obligationen verneinte, weil es auch andere Gründe für die Tätigkeit der Anlagen gegeben habe und die Kreditlimite nicht von ausschlaggebender Bedeutung gewesen sei⁷⁸. Im Urteil wurde nur mit der haftungsbegründenden Kausalität argumentiert. Die haftungsausfüllende Kausalität wäre in diesem Fall wohl auch nicht ohne Weiteres erfüllt gewesen, weil nicht bloss das Fehlen der Milliardenkreditlimite zum Untergang der Fluggesellschaft führte, sondern weitere Faktoren, die damit nicht in unmittelbarem Zusammenhang standen.

⁷⁴ BGE 131 III 306.

⁷⁵ Siehe vorne II.1.

⁷⁶ BGE 131 III 306 ff.; dazu auch GLASL, Biber, 692 ff.

⁷⁷ Fall 4C.70/2005; dazu auch vorne Fn. 18.

⁷⁸ WEBER, Verantwortlichkeit, 163 f.

cc) Miracle-Entscheid

Im Fall der mit dem Börsengang der Miracle Holding AG zusammenhängenden Prospekthaftungsklage war die Frage der haftungsbegründenden Kausalität strittig. Das Bundesgericht entschied, dass im Bereich der Prospekthaftung der Kläger, der behauptet, falsche Angaben im Emissionsprospekt seien kausal für seinen Kaufentschluss und den damit in Zusammenhang stehenden Schaden gewesen, keinen strikten Beweis für den von ihm behaupteten Kausalverlauf, sondern nur den Beweis der überwiegenden Wahrscheinlichkeit zu erbringen habe⁷⁹.

dd) Deutsche Rechtsprechung

Weniger restriktiv in der Beurteilung des adäquaten Kausalzusammenhangs als die bisherige schweizerische Rechtsprechung sind die deutschen Gerichte:

- Der Bundesgerichtshof hat im Jahre 2000⁸⁰ entschieden, dass der Vermögensverwalter bei Anlagegeschäften für alle mit einer nachteiligen Anlageentscheidung verbundenen Schäden haftet, selbst wenn er seine Pflichten nur hinsichtlich eines Einzelpunktes verletzt (in casu das Verschweigen einer Retrozession) und dadurch die Anlageentscheidung verursacht hat.
- Das Oberlandesgericht Stuttgart hat im Jahre 2005⁸¹ entschieden, das Verschweigen einer Kick-back-Vereinbarung zwischen einem Vermögensverwalter und seinem Arbeitgeber sei haftungsbegründend, weil wegen der mangelnden Offenlegung die sonst erfolgte Kündigung der Zusammenarbeit des Anlegers mit dem Vermögensverwalter unterblieb, wodurch letztlich der nachfolgende Abschluss sämtlicher Börsentermingeschäfte und der dadurch bedingte Verlust kausal verursacht worden sei.

Diese Rechtsprechung geht sehr weit und erweist sich für die Schweiz selbst bei Anerkennung des Prinzips der «überwiegenden Wahrscheinlichkeit» nicht als nachahmenswert.

⁷⁹ BGE 132 III 715; vgl. auch die gleichentags entschiedene staatsrechtliche Beschwerde (4P.96/2006); dazu CHAMMARTIN/VON DER CRONE, Kausalität, 455; FELBER, Rechtsprechung, 545 ff. und hinten III.2.

⁸⁰ BGH, Urteil vom 19. Dezember 2000, XI ZR 349/99.

⁸¹ Oberlandesgericht Stuttgart, 9 U 171/03.

4. Widerrechtlichkeit

Bei Bestehen eines Vertrages zwischen dem Schädiger und dem Anleger muss der geschädigte Anleger nachweisen, dass der Schädiger eine vertragliche Pflicht verletzt hat. Das Aufleben der deliktischen Haftung nach Art. 41 OR setzt den Nachweis einer Schutznormverletzung⁸² voraus; in Abs. 2 der Bestimmung wird zudem die Sittenwidrigkeit als anspruchsbegründend genannt.

Fälle, die beim Bundesgericht, aber auch bei kantonalen Instanzen Anlass zu Fragen der Pflichtverletzung gegeben haben, sind in der Regel derart «offensichtlich» gewesen, dass ernsthafte Zweifel an einem Fehlverhalten kaum bestanden haben⁸³.

- Vertragliche und ausservertragliche Pflichten können sich insbesondere aus folgenden Normen ergeben: Art. 752 (Prospekthaftung); Art. 717 OR (Sorgfalts- und Treuepflicht im gesellschaftsrechtlichen Verhältnis⁸⁴); Art. 321a OR (Sorgfalts- und Treuepflicht im arbeitsrechtlichen Verhältnis); Art. 398 OR (Sorgfalt im Auftragsverhältnis⁸⁵); weitere Rechtsgrundlagen sind Normen des BEHG und des Kotierungsreglementes der SWX (Meldepflichten, insbesondere Ad-hoc-Publizität).
- SCHALLER schlägt für den Bereich der Finanzanalyse folgende fünf Berufspflichten vor: Wahrheit, Klarheit, Vollständigkeit der übermittelten Informationen, sorgfältige Beschaffung und Verarbeitung der Information sowie Treuepflicht⁸⁶. Diese «Berufshaftung» sei zu vergleichen mit der Anwalts-, Arzt- oder Architektenhaftung, denn es gehe ebenso um die sorgfältige Ausführung der Arbeit und die Haftung für eine Qualität, nicht aber für eine nicht eingetretene Prognose⁸⁷.
- Insbesondere im Rahmen von Bankgeschäften, und damit auch der Anlageberatung, stellt sich die Frage nach den Sorgfaltspflichten der Bank. Die Bank ist im Bereich der Aufklärung, Beratung und War-

⁸² Zur Umschreibung der Schutznormen WEBER, Schutznormen, 477 ff.

⁸³ WEBER, Verantwortlichkeit, 159.

⁸⁴ Vgl. zur Sorgfalt und Haftung des Verwaltungsrates allgemein ISLER, Sorgfalt, 1 ff.

⁸⁵ Aktuell diskutiert wird die Pflicht zur bestmöglichen Ausführung von Börsengeschäften («best execution»), wie sie mit der neuen EU-Finanzdienstleistungsrichtlinie, MiFID, eingeführt wurde.

⁸⁶ SCHALLER, Berufstätigkeit, 8.

⁸⁷ SCHALLER, Haftung, 2.

nung verpflichtet, sorgfältig tätig zu werden⁸⁸. Der Bankberater hat den Wissensvorsprung zwischen sich und dem Kunden in demjenigen Sinne auszugleichen, dass dieser gestützt auf ein eigenes Urteil einen Anlageentscheid zu treffen vermag. Anlageberatungsverträge beruhen auf Auftragsrecht; grundsätzlich sind die geschuldete Sorgfalt und Treuepflicht auch in diesem Fall anwendbar⁸⁹. Auch die vorgenannten, für Finanzanalysten geltenden Berufspflichten lassen sich analog auf die Anlageberatung anwenden.

5. Verschulden

Verschulden bedeutet die Nichtanwendung der erforderlichen Sorgfalt und ist ein vom Gesetz missbilligtes geistiges Verhalten des Täters, sei es aus Vertragsverletzung oder aus unerlaubter Handlung. Der Schuldner haftet für jedes Verschulden, auch für die fahrlässige Missachtung der erforderlichen Sorgfalt. Die Massregeln, nach welchen sich der Schuldner zu richten hat, ergeben sich aus den vertraglichen Absprachen (z.B. aus dem Anlageberatungsvertrag), aus Treu und Glauben oder aus dem Gesetz (z.B. Prospekthaftung)⁹⁰.

Im Rahmen der vertraglichen Haftung wird das Verschulden vermutet (Art. 99 OR); bei der deliktischen Haftung muss es jedoch vom Kläger bewiesen werden. Das Bundesgericht sieht die Prospekthaftung als deliktische Haftung⁹¹, weshalb auch in diesem Fall keine Verschuldensvermutung bestehe und deshalb der Kläger beweisbelastet sei.

Die Frage nach der Beweislast beim Verschulden wird in der Praxis aufgrund der Objektivierung des Verschuldens oft in den Hintergrund treten, denn bei einer Pflichtverletzung ist aufgrund des objektiven Verschuldensmassstabs regelmässig auch das Verschulden gegeben⁹². Die Prüfung des Verschuldens hat dementsprechend in der Rechtsprechung bisher kaum Anlass zu eingehenden Überlegungen gegeben. Sind die übrigen Haftungsvoraussetzungen erfüllt, ist die Vorwerfbarkeit regelmässig gegeben; die Äusserungen des Bundesgerichts sind insoweit deshalb sehr knapp⁹³.

⁸⁸ Dazu ausführlich MOSER/BERGER, Vertrauenshaftung, 541 ff.

⁸⁹ Dazu GUTZWILLER, Schadensstiftung, 357 ff.

⁹⁰ WEBER, BK, Art. 99 N 27 f.

⁹¹ BGE 129 III 75.

⁹² LENOIR, Diss., 155.

⁹³ WEBER, Verantwortlichkeit, 164 m.w.Verw.

III. Beweisanforderungen

1. Überwiegende Wahrscheinlichkeit

Art. 8 ZGB bestimmt, dass, wenn das Gesetz nichts anders festlegt, derjenige das Vorhandensein einer behaupteten Tatsache zu beweisen hat, der aus ihr Rechte ableitet. Art. 8 ZGB erweist sich als eine Alles-oder-nichts-Regel, weil der Beweis entweder gelingt oder nicht gelingt⁹⁴. Schattierungen bzw. Zwischentöne sind nur in Ausnahmefällen möglich, wenn z.B. die Sondernorm von Art. 42 Abs. 2 OR greift, die eine richterliche Schadensschätzung ermöglicht.

Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung gilt ein Beweis als erbracht, wenn das Gericht nach objektiven Gesichtspunkten von der Richtigkeit einer Sachbehauptung überzeugt ist. Diese Regel erlaubt kaum, Aspekte der Verteilungsgerechtigkeit zu würdigen, z.B. eine Bewertung der ausgetauschten Güter bzw. eine Ersatzwertschätzung vorzunehmen, die zur Erreichung einer wirtschaftlich «fairen» Lösung führen⁹⁵.

Ausnahmen von der vollen Überzeugung können sich ausnahmsweise immerhin einerseits aus dem Gesetz und andererseits aus durch in der Rechtsprechung und Lehre herausgearbeiteten Kriterien ergeben. Insbesondere wird eine überwiegende Wahrscheinlichkeit dann als ausreichend betrachtet, wenn ein strikter Beweis nicht nur im Einzelfall, sondern der Natur der Sache nach nicht möglich oder nicht zumutbar ist und insofern eine «Beweisnot» besteht. Im Rahmen der «überwiegenden Wahrscheinlichkeit» gilt ein Beweis als erbracht, wenn für die Richtigkeit der Sachbehauptung nach objektiven Gesichtspunkten derart gewichtige Gründe sprechen, dass andere denkbare Möglichkeiten vernünftigerweise nicht massgeblich in Betracht fallen⁹⁶.

Das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit ist insbesondere von der Glaubhaftmachung abzugrenzen. «Glaubhaftmachen» umschreibt das Beweismass, das im Rahmen von vorläufigen, zumeist mit Beweismittelbeschränkungen getroffenen Entscheiden gilt. Mit Blick auf den geforderten Grad an Wahrscheinlichkeit ist eine Tatsache schon dann glaubhaft gemacht, wenn für deren Vorhandensein gewisse Elemente sprechen, selbst wenn das

⁹⁴ SIDLER, Schadensschätzung, 537.

⁹⁵ SIDLER, Schadensschätzung, 540 f.

⁹⁶ Dazu sogleich die Ausführungen zu den Beweiserleichterungen in der Prospekthaf-tung.

Gericht mit der Möglichkeit rechnet, dass sie sich nicht verwirklicht haben. Demgegenüber sind die Anforderungen beim Beweismass der überwiegenen Wahrscheinlichkeit höher⁹⁷.

Insgesamt existieren damit drei verschiedene Stufen der Beweisanforderung, nämlich der strikte Beweis, die überwiegende Wahrscheinlichkeit und die Glaubhaftmachung⁹⁸.

2. Beweiserleichterung in der Prospekthaftung

Im vergangenen Jahr hat das Bundesgericht im Fall Miracle⁹⁹ zur Kausalität in der Prospekthaftung festgehalten¹⁰⁰, dass auch für die Prospekthaftung grundsätzlich die allgemeinen Haftungsvoraussetzungen gelten. Der Kläger habe daher den Nachweis zu erbringen, dass zwischen der pflichtwidrigen Handlung und dem eingetretenen Schaden ein Kausalzusammenhang bestehe, mit anderen Worten sei von ihm der Beweis zu erbringen, dass er sich beim Kaufentscheid auf fehlerhafte Prospektangaben gestützt habe und bei korrekter Information die Titel nicht oder nicht zu diesem Preis erworben oder verkauft hätte.

Das Bundesgericht anerkannte jedoch, dass im Bereich der Prospekthaftung der Nachweis der Kausalität schwer zu erbringen ist und sah daher eine Beweiserleichterung für den Nachweis des Kausalzusammenhangs vor. Für den Nachweis des Kausalzusammenhangs reiche die überwiegende Wahrscheinlichkeit aus, was sowohl für den Erstkäufer am Primärmarkt als auch für den späteren Erwerber der Titel am Sekundärmarkt gelte. Jedoch berühre diese Beweiserleichterung keinesfalls die Beweislastverteilung; eine Beweislastumkehr¹⁰¹, wie sie in der Literatur vereinzelt befürwortet werde¹⁰², sei im Gesetz nicht vorgesehen und wäre auch systemfremd¹⁰³.

⁹⁷ Zum Ganzen BGE 130 III 325.

⁹⁸ CHAMMARTIN/VON DER CRONE, Kausalität, 459.

⁹⁹ Dazu vorne II.3.c) (2).

¹⁰⁰ BGE 132 II 715; die Aussagen können herangezogen werden für alle Fälle der Anlageschäden.

¹⁰¹ Das deutsche Recht unterscheidet zwischen der Primär- und der Sekundärmarkthaftung. In der Primärmarkthaftung (Prospekthaftung) wird die Kausalität für die ersten sechs Monate nach erstmaliger Einführung des Wertpapiers vermutet; entgegen den allgemeinen Grundsätzen trägt also nicht der Anleger die Darlegungs- und Beweislast dafür, dass sich die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospektes auf seinen Anlageentschluss ausgewirkt hat. Die Beweislast zum Nachweis, dass die Wertpapiere nicht aufgrund eines Prospekts erworben wurden, trägt der Prospektverantwortliche, so dass diese Regelung im Ergebnis zu einer Beweislastumkehr führt. In der Sekundär-

Das geforderte Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit im Fall der Prospekthaftung ist nach der vorliegend vertretenen Auffassung auch für die anderen Fälle von Anlageschäden sachgerecht, umso mehr, weil dies der Rechtslage im allgemeinen Schadenersatzrecht, in welchem ebenfalls das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit für den Nachweis des natürlichen und des hypothetischen Kausalzusammenhangs gilt, und der Mehrheitsauffassung in der Lehre entspricht¹⁰⁴. Die Beweisansforderungen bei der Produkthaftungspflicht gehen nach der neuesten Bundesgerichtspraxis ebenso von einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit aus; d.h. es wird kein strikter Beweis für den Fehler verlangt¹⁰⁵.

3. Schadensnachweis und richterliche Schadensfestsetzung

Lässt sich ein Schaden oder dessen Höhe nicht konkret nachweisen, besteht die Möglichkeit der richterlichen Festsetzung unter Berücksichtigung des gewöhnlichen Laufs der Dinge, der Umstände und der Grösse des Verschuldens¹⁰⁶. Ungeachtet der nicht ganz kohärenten Bundesgerichtspraxis¹⁰⁷ verbleibt beim Kläger die Pflicht zur Darlegung der Beweisindizien: Soweit möglich und zumutbar ist der Beweis durch konkrete Berechnungsvorgaben anzutreten; zumindest muss der Kläger diejenigen Tatsachen dartun, die mit einer gewissen Überzeugungskraft den Schadenseintritt belegen. Im Weiteren hat der Kläger glaubhaft zu machen, dass die Voraussetzungen für die Anwendung von Art. 42 Abs. 2 OR vorliegen¹⁰⁸. Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung bezieht sich Art. 42 Abs. 2 OR nicht nur auf die Höhe des Schadens, sondern auch auf dessen Vorhandensein. In diesem Sinne muss der Schaden als nachgewiesen gelten, wenn genügend Anhaltspunkte vor-

markthaftung (d.h. im Fall fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen) hat der BGH (BGH, WM 2004, 1599, 1603) hingegen eine analoge Beweislastumkehr verneint, der Geschädigte trägt grundsätzlich die volle Darlegungs- und Beweislast für alle Anspruchsvoraussetzungen (BARTH, Diss., 164 f., 166 f.).

¹⁰² Dazu CHAMMARTIN/VON DER CRONE, Kausalität, 458 m.w.Verw.; LENOIR, Diss., 153 befürwortet für die indirekt haftungsbegründende Kausalität eine Beweislastumkehr (dazu Fn. 70).

¹⁰³ BGE 132 III 715 ff., 720 ff.

¹⁰⁴ CHAMMARTIN/VON DER CRONE, Kausalität, 459 m.w.Verw.

¹⁰⁵ BGE 4C.298/2006 vom 19.12.2006; dazu NZZ, 22.2.2007, 15 und HOLLIGER-HAGMANN EUGÉNIE, Die heimtückische Kaffeekanne, in: Jusletter 23. April 2007.

¹⁰⁶ Art. 42 Abs. 2 OR bzw. Art. 99 Abs. 3.

¹⁰⁷ UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 131 mit Beispielen.

¹⁰⁸ UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 131 f.

liegen, die in Anbetracht des ordentlichen Laufs der Dinge auf sein Vorhandensein schliessen lassen¹⁰⁹.

4. Anscheinsbeweis

Die Lehre stellt in neuerer Zeit vermehrt die Frage, ob es unter gewissen Bedingungen nicht sachgerecht wäre, von der durch eine Schädigung betroffenen Person nicht einen konkreten Schadensnachweis, sondern nur einen Anscheinsbeweis zu verlangen. Der Anscheinsbeweis ist eine besondere Art von Beweiserleichterung und die Gerichtspraxis hat sich bereits in einzelnen Fällen – ausserhalb von Anlageschäden – zum Anscheinsbeweis geäussert, ohne eine einheitliche Praxis entwickelt zu haben¹¹⁰.

Dogmatisch betrifft der Anscheinsbeweis die Art und Weise der Beweiswürdigung, nicht aber das Beweismass, was dazu führt, dass das Bundesgericht die Frage des Anscheinsbeweis überprüfen kann¹¹¹. Die Anwendung des Anscheinsbeweises ist nur zulässig, wenn die folgenden Voraussetzungen vorliegen: Es dürfen keine ausreichenden Beweismittel vorhanden sein; die Beweisschwierigkeiten müssen für die bestimmte Norm geradezu symptomatisch sein; der Beweisführer hat zumutbare Massnahmen zum Auffinden und Präsentieren konkreter Beweise getroffen und es liegt ein typischer Geschehnisablauf vor, bei dem sich nach der allgemeinen Lebenserfahrung regelmässig von einem bestimmten Ereignis auf einen bestimmten Erfolg schliessen lässt. Der mittels Anscheinsbeweises etablierte Geschehnisablauf muss insofern typisch sein, als er erfahrungsgemäss relativ zu anderen möglichen Geschehnisabläufen häufiger, d.h. überwiegend wahrscheinlich ist¹¹². Für die Fälle von Anlageschäden ist der Anscheinsbeweis also durchaus ein denkbare Instrument, wenn die oben genannten Voraussetzungen erfüllt sind.

¹⁰⁹ WEBER, BK, Art. 97 N 324 f.; dazu auch SIDLER, Schadensschätzung, 535 ff.

¹¹⁰ UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 132 ff. mit Beispielen.

¹¹¹ BGE 120 II 250.

¹¹² UMBACH/WEBER, Schadensberechnung, 134 f.

IV. AGB, Disclaimers und Haftungsfreizeichnungen

1. Im vertraglichen Verhältnis

Normen zur Begrenzung der Haftung können einerseits in individuellen Verträgen, andererseits in Allgemeinen Geschäftsbedingungen statuiert werden. Insbesondere die Allgemeinen Geschäftsbedingungen von Banken (AGB) weisen eine hohe Konkordanz auf, obgleich sich inhaltliche und sprachliche Differenzen beobachten lassen¹¹³. Die AGB zeichnen sich auch durch die Tendenz aus, die Vertragshaftung der jeweiligen Bank zum Nachteil der Kunden einzuschränken¹¹⁴.

Die Möglichkeit der Haftungsfreizeichnung (oder -beschränkung) lässt sich in AGB aber praktisch nur begrenzt in Anspruch nehmen, denn selbst bei genügender Klarheit darf eine Klausel nicht ausserhalb dessen liegen, was vernünftigerweise zu erwarten war (Ungewöhnlichkeitsregel)¹¹⁵. Im Weiteren profitiert der Bankkunde gegebenenfalls von der Ungewöhnlichkeitsregel, die besagt, dass die Bedingungen zu Ungunsten derjenigen Vertragspartei auszulegen sind, die sie unklar formuliert hat¹¹⁶. Zudem werden der Freizeichnung auch durch die Art. 100 und Art. 101 Abs. 2 und 3 OR Grenzen gesetzt¹¹⁷; es liegt namentlich im Ermessen des entscheidenden Gerichts (Art. 4 ZGB), ob die Wegbedingung der Bankhaftung für leichtes Verschulden der Organe wirksam ist oder nicht¹¹⁸. In der Lehre ist weiter streitig, ob die nach Art. 398 Abs. 2 OR geschuldete getreue und sorgfältige Ausführung des Auftrages wegbedungen werden kann¹¹⁹.

¹¹³ GAUCH, AVB, 195 ff.

¹¹⁴ GAUCH, AVB, 198. DERS., 213 ff. plädiert deshalb für kundenfreundlichere AVB und insgesamt zu einer gesetzgeberischen Kontrolle von AVB.

¹¹⁵ NOBEL, Finanzmarktrecht, § 9 N 341; fraglich ist, ob ein vorformulierter Haftungsausschluss der Bank für leichtes Verschulden ohne weiteres rechtfertigbar ist. Die Mehrheit der Bankkunden muss jedenfalls nach GAUCH mit Verweis auf Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG jedoch nicht damit rechnen, die Bank lehne es in den vorformulierten Bedingungen ab, für volle Sorgfalt voll einzustehen (GAUCH, AVB, 209).

¹¹⁶ GAUCH, AVB, 211.

¹¹⁷ NOBEL, Finanzmarktrecht, § 9 N 342.

¹¹⁸ Verneinend GAUCH, AVB, 205 f.

¹¹⁹ Bejahend GAUCH, AVB, 208 m.w.Verw.; vgl. auch CEREGHETTI, Disclaimers, 1 ff., 12 ff. zur Gültigkeit vertraglicher Haftungsfreizeichnungsklauseln.

2. Im ausservertraglichen Verhältnis

Die Haftungsbeschränkung kann sich auch auf die ausservertragliche Verantwortlichkeit erstrecken, sofern sich eine solche Ausdehnung durch Auslegung ergibt; massgebend sind der hypothetische Parteiwille und der wirtschaftliche Zweck der Abrede¹²⁰. Im Prozess werden (ausservertragliche) Haftungsbeschränkungen auf ihre Rechtskonformität hin überprüft¹²¹. Insbesondere im Zusammenhang mit der Publikation von Finanzanalysen, Empfehlungen und dergleichen auf Internetseiten stellt sich die Frage, wie eine ausservertragliche Haftung wegbedungen werden kann. Zentral ist, dass für den Benutzer der Internetseite die Haftungsbeschränkung (Disclaimer¹²²) überhaupt ersichtlich und gut sichtbar zugänglich gemacht ist. Es kommt mit anderen Worten auf die Platzierung des Disclaimers auf der Internetseite an¹²³.

Die vier grössten Schweizer Banken¹²⁴ verweisen bereits auf der Einstiegsseite auf ihre Disclaimers und verfügen über umfangreiche Haftungsbeschränkungen. Alle vier Institute lehnen die Haftung für die auf der Internetseite publizierten Informationen ab¹²⁵.

Allerdings ist fraglich, ob insbesondere mit Bezug auf Finanzanalyse-Dienstleistungen wie der Bereitstellung von Research Reports, welche gerade auf der Vermittlung zutreffender Informationen beruhen, Disclaimers mit dem Inhalt «für die Richtigkeit von Informationen wird nicht gehaftet» rechtlich zu schützen sind¹²⁶.

¹²⁰ WEBER, BK, Art. 100 N 49.

¹²¹ SCHALLER, Haftung, 7.

¹²² Disclaimers stellen in der Regel eine Zugangs- und Benutzungsordnung der Webseite dar, die als AGB qualifiziert wird und damit denselben Grundsätzen wie die AGB untersteht, insbesondere der Unklarheits- und Ungewöhnlichkeitsregel (CEREGHETTI, Disclaimers, 16).

¹²³ SCHALLER, Diss., § 8 Rz. 166; der Disclaimer sollte vor Beginn der Benutzung der Webseite zur Kenntnis genommen und vom Nutzer auch gültig akzeptiert werden; erst dann darf der vollständige Zugang zur Webseite und deren einzelnen Teilen und Verknüpfungen ermöglicht werden (CEREGHETTI, Disclaimers, 11).

¹²⁴ Credit-Suisse, Julius Bär, UBS, Zürcher Kantonalbank.

¹²⁵ Vgl. (in der vorerwähnten Reihenfolge) <www.credit-suisse.com/legal/de/>, <www.juliusbaer.ch/disclaimer/>, <www.zkb.ch/zkb/about/disclaimer/index.html>, <www.ubs.com/1/g/index/disclaimer.html>.

¹²⁶ SCHALLER, Diss., § 8 Rz. 167; CEREGHETTI, Disclaimers, 11 argumentiert, dass die Wegbedingung der Haftung für die Richtigkeit von Informationen, die den eigenen Betrieb sowie die eigenen Produkte oder Dienstleistungen betreffen, grundsätzlich als widersprüchliches Verhalten zu qualifizieren und rechtlich darum nicht zu schützen ist.

V. Ausblick

Der «Alpenflug» über die Landschaft der Voraussetzungen zur Geltendmachung von Anlageschäden zeigt ein Bild vieler hoher Gipfel, die zu erklimmen für den potentiell geschädigten Anleger mit grössten Schwierigkeiten verbunden ist. Im Vordergrund stehen folgende Problembereiche:

1. Zwar gibt es eine grosse Zahl von möglichen (vertraglichen und ausservertraglichen) Haftungsgrundlagen, doch sind deren Anforderungen zum Teil recht inkohärent ausgestaltet und insbesondere ist nicht gesichert, dass «weisse Flecken» verhindert werden, die von keinem Haftungstyp abgedeckt sind. Aus diesem Grund würde es sich lohnen, genauer darüber nachzudenken, ob nicht ein breiteres Feld einer «Berufshaftung» zu entwickeln wäre, die sich von der Dichotomie Vertrag – Delikt grundsätzlich löst.
2. Der traditionelle Schadensbegriff erweist sich im Bereich der Anlageschäden als überholt. Anknüpfungspunkt müsste an sich das Richtigkeitsinteresse des geschädigten Anlegers sein, das nach dem Vermögensstand fragt, der (hypothetisch) eingetreten wäre, wenn der Finanzintermediär vollständig und korrekt informiert hätte. Meist dürfte mehr als ein Berechnungsmodell in Betracht gezogen werden müssen, weil die einzelnen Anleger wohl bei Kenntnis der sachgerechten Information vor der Anlageentscheidung unterschiedlich reagiert hätten.
3. Der Nachweis des adäquaten Kausalzusammenhanges ist ausgesprochen schwierig zu führen, insbesondere im Lichte der kumulativen Anwendung nicht nur der haftungsbegründenden, sondern auch der haftungsausfüllenden Kausalität, weil zum Wertverlust von Anlagen an einer Börse regelmässig nicht nur ein Faktor beiträgt, sondern eine Vielzahl verschiedener Komponenten, die nicht zwingend einen Bezug zur fehlerhaften Information haben. Zutreffend scheint sich die neueste Rechtsprechung immerhin mit dem Gradmesser der überwiegenden Wahrscheinlichkeit einer Kausalität zwischen Widerrechtlichkeit und Schadens Eintritt zu begnügen.
4. Die Beweisnorm von Art. 8 ZGB ist eine der Idee der Verteilungsgerechtigkeit nicht entsprechende Alles-oder-nichts-Regel. Eine Durchbrechung der Strenge dieser Norm erscheint als ange-

bracht, und zwar im Sinne von Beweiserleichterungen z.B. durch die Anerkennung der überwiegenden Wahrscheinlichkeit als zu erreichendes Beweisniveau oder durch die erweiterte Anwendung des Anscheinsbeweises. Erste Anzeichen einer solchen Entwicklung lassen sich (wenn zwar erst schwach) der neuesten Rechtsprechung entnehmen.

Über die Neuformulierung der Kriterien zur Geltendmachung von Anlageschäden hinaus stellt sich in der Praxis das Problem der effizienten Durchsetzung eines materiell an sich ausgewiesenen Anspruches. Traditionelle Gerichte sind oft bei der Beurteilung komplexer Finanzmarktgeschäfte überfordert, z.B. wenn es um Aspekte wie die konkrete Umsetzung der sog. Kapitalmarkteffizienzhypothese oder die Anwendung von Modellen der Behavioral-Finance-Lehre geht. Aus diesem Grunde ist (erneut) die Frage zu stellen, ob es nicht richtig wäre, für den Finanzmarktbereich an die Einrichtung von Spezialgerichten zu denken (ähnlich dem derzeit diskutierten Projekt von Patentgerichten), deren Richter/Innen sich durch ein besonderes Fachwissen auszeichnen und mit den Finanzmarktgeschäften vertraut sind¹²⁷.

¹²⁷ Dazu WEBER/SCHALLER, Finanzmarktrecht, 187 f.

Neue Anlageformen: Islamic Banking

Toufic Kanafani, Bahrain*

Table of Contents

I.	Islamic banking – a maturing industry	160
II.	What is Islamic banking?	161
	1. Sharia principles	161
	2. Sharia supervision	161
III.	Islamic financial instruments	162
	1. Murabaha – Cost plus financing	162
	2. Mudaraba – Profit sharing agreement	162
	3. Musharaka – Equity participation	163
	4. Ijara wa Iqtina – Leasing	163
	5. Commodity Murabaha	163
	6. Salam – Deferred delivery	164
	7. Istisna – Work in progress	164
	8. Sukuk – Islamic bonds	164
IV.	The Islamic Banking Market	165
	1. Factors driving the growth of the industry	165
	2. Product development	165
	a) Current and future growth areas	165
	b) Key recent developments	165
	aa) Sukuk	165
	bb) Treasury products	166
	3. Industry challenges	166
	a) Standardisation	166
	b) Education and training	166

* This article is a record of the speech, supplemented with several footnotes.
For further information on Islamic Banking see the different articles in Denaris 2/2007,
p. 4–23.

c) Further product development.....	167
d) Building a solid foundation.....	167

I. Islamic banking – a maturing industry

Although people speak about Islamic banking, «Islamic» banking is a misleading term; rather, it is banking in a way which is Sharia-compliant. It'd be like calling banks in the West «Christian» banking. It's neither «Christian banking», nor «Jewish banking», nor «Buddha banking» nor «Islamic banking», it is just doing business in a certain way. And this way has to be Sharia-compliant.

Considering the global acceptance of Sharia-compliant banking, we may establish an expansion of this type of banking in Europe, in the U.S., in South East Asia and definitely in the Middle East. There is, for example, a growing interest in demand of Sharia-compliant products and services in the U.K., where a couple of licences for Islamic banks have been granted. And in Germany, Saxony-Anhalt issued the first European Sukuk¹, and then Texas was the first to issue a corporate Sukuk.

As more Sharia-compliant products are developed, there is a growing interest and a growing investment in these products. Looking at the investors, we noted that, as an example, at Noriba Bank, 55% of the customers were not Moslems. They were European customers, South East Asian customers or Chinese customers. Only 45% were from the Moslem-world. This indicates the financial sense featured by these products. The products' financial sense is a requirement nowadays, because if a product didn't make sense, who would care about religion? The fact that it is issued and structured according to Sharia is just an added plus and attracts a lot more customer-base from the Moslem-world.

¹ Sukuk is a bond which is structured in a Sharia-compliant way; see below III/8, p. 164.

II. What is Islamic banking?

1. Sharia principles

As mentioned above, Islamic Banking is doing banking business according to the Sharia principles. These principles are prohibition on interest (usury) in all transactions², conduct of business and trade activities based on fair and legitimate profit and the prohibition of monopoly and hoarding. Doing business in a legitimate way that creates profits is basically sharing in profits and sharing in losses. So equity participation, risk sharing and profit and loss sharing are being considered as the fundamentals behind Sharia-compliant banking.

2. Sharia supervision

Somebody actually has to tell you whether a product is Sharia-compliant or not. No one except a special body called the Sharia board can stamp a product Sharia-compliant. This board is composed of about 60 scholars in the entire world; first of all, these people have to know religion, and secondly, finance.

The duty of this board is to go into the details of each product and to audit its conformity to the Sharia principles.

Assuming that someone wants to buy a building and to use the income from the rent to pay the investors owning that building. Now, the Sharia board asks who the tenants are. And if the tenants are UBS, Credit Suisse, AXA Insurance, he will definitely say goodbye; the main business of conventional banks is interest related, therefore their money comes from interest and the rent that they're paying is from bad income, so it cannot be a Sharia-compliant product. Nor if Playboy magazine was the tenant³. However, if for example Microsoft or IBM are the tenants, the product is accepted because it's no problem to receive the rent from these enterprises.

² It is clearly written in the Koran that interest usually is not permitted. In the Islamic world, there is a debate on the interpretation of the word «usually».

³ Only business and trade activities based on fair and legitimate profit are allowed; accordingly, transactions related to pornography, amongst others, are excluded.

III. Islamic financial instruments

1. Murabaha – Cost plus financing

Murabaha is the most widely used instrument of Islamic finance. Approximately 75% of all contracts done in a Sharia-compliant way are Murabaha-based. In a Murabaha contract, a financial institution purchases some goods upon a client's request and gets deferred payments in return.

If, for example, the bank buys copper, it pays the price of copper today and the vendor transfers the title of ownership to the bank, and the bank to its customer. After the agreed upon period, the customer has to pay the bank, at the agreed upon price at the conclusion of the contract. This price covers costs and a profit margin for the bank. It's like borrowing money from a bank, but instead of receiving money, the customer gets the copper and pays in return the agreed upon price.

The profit can be considered as a benchmark interest rate. In a realistic world, there's a need to use some sort of a benchmark, but it's possible to define a new one for cost of money. And as this benchmark is used and not the future price of copper, there is no commodity price risk inherent in this transaction. But the bank is taking a credit risk on the customer.

2. Mudaraba – Profit sharing agreement

Mudaraba is a contract between an entrepreneur (the *mudarib*) and a financier (the *rabb al-mal*), where the financier, acting as a silent partner, invests in a commercial activity of the entrepreneur and shares in profits. At the beginning of the contract, the entrepreneur gets the Mudaraba capital to use for his business, makes agreed upon periodic profit payments, keeps the remaining profit for himself and returns the capital at the end of the contract.

Mudaraba investments may be made for fix terms and arranged through negotiable instruments, and thus may have characteristics similar to those of shares.

3. Musharaka – Equity participation

Musharaka is a partnership between a financial institution and an enterprise, in which the financial institution as the partner (musharek) supply working capital.

Musharek is widely used for joint venture investments and by Islamic banks for real estate purchase, equivalent to a conventional bank mortgage. It is insofar the most authentic Islamic finance vehicle as you are sharing in profits *and* sharing in losses. The percentage of the bank's and the partner's ownership has not to be equal.

4. Ijara wa Iqtina – Leasing

Ijara wa Iqtina⁴ is a lease-purchase contract in which the financial institution purchases capital equipment or property and leases it to an enterprise. Under this leasing agreement, the lessee can acquire ownership of the asset by making instalment payments. This is used for car leasing and the like, but also equipment leasing.

It's also possible to do only a leasing contract without transferring the ownership of the title at the end of the contract.

5. Commodity Murabaha

Commodity Murabaha is the vehicle for short term interbank deposits.

An investor brings a principal, for example one million USD, to an Islamic bank. The bank calls a copper vendor and asks about the quantity of copper he is able to sell at this moment for one million. If one ton is offered, the bank calls for example a conventional bank and asks if it'd like to buy one ton of copper right now and pay it in one month. Then it's agreed upon that future price on using the benchmark⁵, let's say 5%. So the Islamic bank bought one ton of copper and sold one ton of copper, and the investor will receive his money in one month at 5% directly from the conventional bank.

It can though be doubted that there's enough copper in this world to trade for Murabaha. So there are also other commodities to be used. But the goods are actually bought. So far, there are two risks for the investor, first to be stuck with the bought quantity of the good – though exposed to for a very

⁴ Ijara wa Iqtina means Leasing and Ownership.

⁵ See above III/1, p. 162.

short time – and secondly the default risk of the buyer. This risk is considered in the benchmark; so if the copper is sold to a triple C organisation in an emerging market, the benchmark would definitely be changed.

6. Salam – Deferred delivery

A Salam-contract is a deferred delivery sale contract usually used for commodity finance, similar to a forward contract. There is a spot payment at an agreed upon price for a delivery at an agreed upon future date. To mitigate his risk, a financier can also enter into a parallel Salam to cover himself.

7. Istisna – Work in progress

Istisna is a work in progress vehicle, usually used for construction and trade finance such as pre-shipment export finance. It's primarily a deferred delivery sale contract, similar to Salam and similar to a conventional work in progress financing for a capital project.

Actually, the bank makes progress payments of the purchase price to the manufacturer, gets the asset and delivers it at a future date to the entrepreneur who is paying the bank on delivery.

8. Sukuk – Islamic bonds

Sukuk is a bond structured in a Sharia-compliant way. The difference to conventional bonds is that they are asset backed. An enterprise issuing a Sukuk transfers the ownership of an asset, for example an office building, to the Sukuk holders during the maturity of the bond. The sales price is fixed and corresponds to the purchase price at the maturity of the Sukuk. The enterprise remains in the building as tenant and pays the rent⁶ to the bond holders. On issuer's default during maturity, the bond holders own the building and their loss resulting from their investment is limited – other factors unconsidered – to the rent. At maturity, the enterprise buys back the building at the fixed purchase price.

⁶ Rent instead of an interest rate. The percentage is, among other things, determined by the issuer's credit worthiness.

IV. The Islamic Banking Market

1. Factors driving the growth of the industry

There are different factors driving the growth of this industry: A very strong demand from the Moslem population, a growing of the product range and an increasing competitiveness of the issued products. Especially the competitiveness is an important factor; 20 years ago, there could have been charged any premium on an Islamic product, as people just wanted to invest islamically. But nowadays, if not the same return as on investments in conventional products is delivered to investors, growth would not be possible anymore.

Furthermore, there are efforts of the regulators to facilitate growth, there is a high level of liquidity in the Islamic banking market and there basically is a growing interest in ethical investments, which we also have seen in the U.S. market.

2. Product development

a) Current and future growth areas

Current growth is in the Sukuk area, treasury products, real estate, investment funds, retail banking, project finance, private equity and alternative investments.

Future growth we'll see in capital markets, advisory services, M&A's, IPO's and private banking.

b) Key recent developments

aa) Sukuk

Recent developments in the Sukuk are increasing issue sizes and prolonging maturities. We have seen the USD 3 billion Dubai Ports Customs and Free Zone Corporation Sukuk, the USD 750 million Khazanah Sukuk in Malaysia, the USD 800 million SABIC (a Saudi Arabian basic industries corporation) Sukuk.

Furthermore, international issuers appear on the market; there is an USD 166 million Sukuk issued by East Cameron Partners and also Japan Bank for International cooperation is planning to issue a Sukuk⁷.

Also new structures of Sukuk are coming up: Hybrid Sukuks, Convertible Sukuks and – what is actually very interesting – Exchangeable Sukuks.

bb) Treasury products

The Bahrain Monetary Agency, which is now the Central Bank of Bahrain, developed this Sukuk Al Ijara, which is basically a tradable short-term treasury bill.

3. Industry challenges

a) Standardisation

The sequences for developing new products or simply write up a new contract are very complex at the moment. The contract first has to go to the bank's Sharia board, the lawyers, the auditors, then it has to be sent to the other institution, then to the next one, and it will always have to pass each institution's lawyers, Sharia boards and auditors. And on each comment placed by someone during that way, the contract has to go back and pass any previous institution again. So it is necessary to develop standard documents and standard contracts, because that would reduce costs and facilitate innovation.

b) Education and training

There are more scholars needed than the 60 that are available at the moment, and also continued availability of the scholars must be ensured. Furthermore, it has to be ensured that they are well-qualified, can talk financial jargon and understand how Islamic financial institutions have to compete with conventional banks. And of course, also the employees of a bank need to be able to understand what Sharia-compliant banking is.

⁷ The Japan Bank for International cooperation plans a Malaysian Ringgit-denominated Sukuk.

c) Further product development

The demand for Sharia-compliant financial products and services already exceeds supply and will continue to grow; insofar, the innovation of more products is very important. And a broad range of products with diverse maturities and diverse risk and return profiles is an essential pre-requisite for development of a Sharia-compliant portfolio management.

Hedge funds are a huge area where now a lot of Islamic bankers and Sharia scholars are debating on; but to actually develop it according to Sharia is not as simple as that.

Furthermore, innovation is needed in terms of not only to replicate and to adapt conventional products, but to develop distinct products.

d) Building a solid foundation

Finally, development requires a solid foundation; with the Sharia board in Islamic banking, there is, beside the known compliance issues, risk issues, credit issues and so on, another layer you have to cope with. Furthermore, a strong legal and regulatory framework is needed, and there has to be a commitment to the fundamentals, due diligence and a prudent risk management.

Retrozession und Ungetreue Geschäftsbesorgung

Martin Schubarth, Lausanne*

Herrn Prof. Dr. Martin Schubarth verdanke ich wertvolle Anregungen zu den strafrechtlichen Aspekten von Retrozessionen. Wie in meinem Vortrag angemerkt, besteht aus seiner Sicht im Hinblick auf die ungetreue Geschäftsbesorgung ein "Strafrechtsrisiko". Auf meine Bitte hin hat sich Herr Schubarth bereit erklärt, sein Diskussionsvotum schriftlich zu verfassen, wofür ich ihm herzlich danke.

Susan Emmenegger

1. Zu prüfen ist die folgende Konstellation: Eine Bank gewährt einem unabhängigen Vermögensverwalter (UVV) eine Retrozession. Der UVV leitet diese nicht weiter an den Kunden; er kann sich nicht auf einen „qualifizierten Verzicht“ des Kunden im Sinne von BGE 132 III 460 berufen.

Es erfolgt also keine Weiterleitung an den Kunden, obwohl (1) eine Herausgabepflicht nach OR 400 I besteht¹ und (2) kein rechtsgültiger „qualifizierter“ Verzicht des Kunden vorliegt.

2. Eine Strafbarkeit des UVV unter dem Gesichtspunkt der ungetreuen Geschäftsbesorgung (Art. 158 StGB) kommt aus folgenden Gründen in Betracht:

3. Für die Anwendung von Art. 158 StGB ist zunächst entscheidend, ob eine „Vermögensbetreuungspflicht“ („Vermögensfürsorgepflicht“) besteht.² Hat der UVV eine solche Pflicht?

* Schriftlicher Diskussionsbeitrag von Prof. Dr. MARTIN SCHUBARTH, Altbundesrichter, Avocat-Conseil (Rusconi & Associés), Lausanne.

¹ Vgl. BGE 132 III 464/5.

Auf Grund seiner Stellung ist diese Frage grundsätzlich zu bejahen. Denn der UVV hat eine selbständige Stellung, eine „*Schlüsselstellung*“.³ Überdies handelt es sich um Vermögensinteressen von einiger Bedeutung.⁴ Und schliesslich bildet die Wahrnehmung fremder Vermögensinteressen den eigentlichen Kern der Verpflichtung des UVV.⁵

Bejaht man eine so verstandene Vermögensbetreuungspflicht, ist der UVV aber rechenschaftspflichtig.

4. In der Verletzung seiner Abrechnungspflicht liegt die tatbestandsmässige Pflichtverletzung. Entscheidend (unter dem Gesichtspunkt der Pflichtverletzung) ist also nicht die Nichtablieferung, das Vorenthalten der Retrozession,⁶ sondern die *Verletzung der Abrechnungspflicht*. Damit ist zugleich gesagt: Legt der UVV den Empfang der Retrozession offen und liefert er sie nicht ab, liegt in der blossen Nichtablieferung keine ungetreue Geschäftsbesorgung.

5. Diese Pflichtverletzung wird in der Regel beim Kunden zu einem *Vermögensschaden* führen, da dieser mangels Offenlegung der Retrozession seinen Herausgabeanspruch nicht geltend machen kann.

6. Bestrafung wegen ungetreuer Geschäftsbesorgung erfordert *Vorsatz*.

Bis zur zivilrechtlichen Grundsatzentscheidung BGE 132 III 460 war grundsätzlich ein *Irrtum über den Umfang der zivilrechtlichen Abrechnungspflicht* möglich. Ein solcher Irrtum wäre ein *Sachverhaltsirrtum*⁷, nicht ein *Verbotsirrtum*.⁸ Denn der Täter irrt über eine zivilrechtliche Regelung, die Tatbestandswirkung für den Straftatbestand hat.^{9 10}

7. In Betracht kommt seit der Grundsatzentscheidung BGE 132 III 460 auch *Betrug* (StGB 146). Der UVV täuscht den Kunden durch eine unvollständige, die Retrozessionen verschweigende Abrechnung über die eingegangenen

² MARTIN SCHUBARTH, Kommentar zum schweizerischen Strafrecht, 2. Band, Bern 1990, Art. 159 N 3. Vgl. zu den Voraussetzungen einer ungetreuen Geschäftsbesorgung BGE 120 IV 190.

³ BGE 88 IV 141; vgl. SCHUBARTH a.a.O. N 3.

⁴ Dazu SCHUBARTH a.a.O. N 5.

⁵ Dazu GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY, Schweizerisches Strafrecht Besonderer Teil I, 6. A. Bern 2003, 420 f.

⁶ Weshalb ein Rückgriff auf BGE 129 IV 124 E. 4.1, 2. Absatz, nicht in Betracht kommt.

⁷ StGB 13.

⁸ StGB 21.

⁹ Vgl. BGE 115 IV 30 betreffend Irrtum über den Umfang einer Dienstbarkeit.

¹⁰ Generell zur Frage der Zivilrechtsakzessorietät im Vermögensstrafrecht MARTIN SCHUBARTH, Konzernstrafrecht, SZW 2006, 161.

dem Kunden zustehenden Einnahmen aus Retrozession und verleitet ihn dadurch, diese nicht geltend zu machen.¹¹

Dabei handelt es sich um eine Täuschung durch aktives Tun, nicht etwa durch Unterlassen, so dass sich die Frage, ob der UVV eine Garantenstellung betreffend das Vermögen des Kunden hat, nicht stellt.¹² Denn in der Vorlage einer unvollständigen Abrechnung liegt aktives Tun, zumindest aber eine Täuschung durch die konkludente Erklärung, die Abrechnung sei vollständig.¹³

Ob Arglist gegeben ist, kommt auf die Umstände an. Der arglose Kunde, der keine Ahnung hat von den Realitäten der geleisteten Retrozessionen, insbesondere von deren Ausmass, wird arglistig getäuscht.

8. Wird durch das gleiche Verhalten sowohl der Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung¹⁴ wie auch der des Betruges erfüllt, so ist wegen Gesetzeskonkurrenz (unechter Konkurrenz) – ein Fall von Alternativität¹⁵ – keine Strafschärfung nach StGB 49 I vorzunehmen.

Zu beachten ist, dass nur bei Betrug der qualifizierte Tatbestand der Gewerbsmässigkeit besteht,¹⁶ weshalb bei Konkurrenz zwischen gewerbsmässigem Betrug und einer nur gedanklich bestehenden gewerbsmässigen ungetreuen Geschäftsbesorgung Betrug vorgeht.¹⁷

¹¹ Zur Vermögensverfügung durch Unterlassen SCHUBARTH a.a.O. Art. 148 N 61.

¹² Weshalb Betrug auch bejaht werden kann, wenn keine für Art. 158 relevante Vermögensbetreuungspflicht gegeben wäre. Damit kann offen bleiben, ob sich aus der Vermögensbetreuungspflicht, die dem UVV beschränkt auf seinen Aufgabenkreis zukommt, auf eine betrugsrelevante Garantenpflicht schliessen lässt.

¹³ Vgl. zur entsprechenden Problematik beim Dopingbetrug MARTIN SCHUBARTH, Dopingbetrug, recht 2006, 222 ff., 224.

¹⁴ Im vorliegende Kontext regelmässig in Bereicherungsabsicht, weshalb StGB 158 Ziff. 1 III anwendbar ist.

¹⁵ GÜNTER STRATENWERTH, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil I, 3. A. Bern 2005, 483.

¹⁶ StGB 146 II.

¹⁷ Bei der ungetreuen Geschäftsbesorgung könnte der Gewerbsmässigkeit des Handelns nur durch Strafschärfung nach StGB 49 I und gegebenenfalls im Rahmen der ordentlichen Strafzumessung nach StGB 47 Rechnung getragen werden.

Stichwortverzeichnis

Abrechnungspflicht 99, 170

Allgemeine Geschäftsbedingungen
155 ff.

- Herausgabeverzicht 85 f.
- stillschweigender Verzicht 86 f.
- Ungewöhnlichkeitsregel 85 f.

Anlageberatungsvertrag 75

Anlagekosten 59 ff.

Anlageschäden 95, 129 ff.

- Ausblick 157 f.
- Berechnung 139 ff.
- Beweis 148, 151 ff., 157 f.
- Definition 136 f.
- Haftungsgrundlage 133 ff., 150, 157
- Haftungsvoraussetzungen 137 ff.
- Kausalität (siehe Kausalität)
- Problematik 132, 138
- Retrozessionen 94 ff.
- Schadenskomponenten 141 ff.
- Vermögensinteressen 139 ff.

Anlegerschutz 9 ff.

Aufsichtsbehörde 1 ff., 12 f., 19 ff.

- Aufsichtsrecht 124 ff.
- Gewähr für einwandfreie Geschäftsführung 126 f.
- Verhaltensregeln 124 ff.

Bank 77 f. (siehe auch Retro-Zahlstelle)

- Konzernbank 73 f.

Bestechung 114 ff.

- Ermessensausübung 118
- Neuerungen 115 f.
- Privatbestechung 115 f.
- Retro-Empfänger 119 f.
- Retro-Zahlstelle 120 ff.
- ungebührender Vorteil 116 ff.

Betrug 105 ff.

- Retro-Empfänger 106 ff.
- Retro-Zahlstelle 105, 109 ff.

Biber-Entscheid 126, 147

Bucheffekte 25 ff., 47 f.

- ~ als Vermögensobjekt 44 f.
- Verfügung über ~ 51 f.

Bucheffektengesetz 25 ff., 42 ff.

- Gesetzgebungsverfahren 42 f.
- Grundkonzept 44 f.
- Würdigung 54 ff.

Devisenhandelsentscheid 109 ff.

Disclaimer (siehe Haftungsfreizeichnung)

EBK (siehe Aufsichtsbehörde)

Execution-Only-Beziehungen 71

Fondsleitung 21, 49

- Retrozessionen 78 ff., 114

Garantieinteresse 139 f.

Geschäftsabschlussschaden 139

Haager Wertpapierübereinkommen 36, 43, 53

Haftungsfreizeichnung 155 f.

- ausservertraglich 156
- vertraglich 155

Herausgabepflicht 69 ff., 75 ff.

Herausgabeverzicht 70, 80, 83 ff.

Informationspflicht 69, 79 f., 81, 92 f.

informed consent 83

Interessenkonflikt 71 ff., 76, 93

Islamic Banking 159 ff.

- Challenges 166 f.
- Sharia board 161
- Sharia principles 161
- Sharia supervision 161

Islamic financial Instruments 162 ff.

- Commodity Murabaha 163 f.
- Ijara wa Iqtina – Leasing 163
- Istisna – Work in progress 164
- Mudaraba – Profit sharing agreement 162
- Murabaha – Cost plus financing 162
- Musharaka – Equity participation 163
- Salam – Deferred delivery 164
- Sukuk – Islamic bonds 160, 164 f.

Kausalität 144 ff.

- Haftungsausfüllende ~ 145 ff., 157
- Haftungsbegründende ~ 145 ff., 157
- Praxis 147 f.

Kollektivanlagegesetz 1 ff., 15 ff., 78 ff., 124 f.

- Anlegerschutz 9 ff.
- besondere Produkte 8 f.
- Effektenfonds 8
- Erfahrungen 13
- Genehmigungsverfahren Anlagefonds 19
- Neuerungen 4 ff., 15 ff.
- Rahmenbedingungen 7 ff.
- Wettbewerbsposition 2 ff.

Kommanditgesellschaft für Kollektive Kapitalanlagen 4, 7

Konzerninterne Vergütung 73 f.

- Konzernbank 73 f.
- Konzernstruktur 74

Offenlegungspflicht 71, 74 f.

One-Bank-Struktur 73

Prospekthaftung 134, 137

- Beweiserleichterung 152 f.
- Praxis 147 f.

Rechenschaftspflicht 80 ff.

Rechenschaftsverzicht 80 f.

Rechtsvergleichung 33 ff.

- eklektische Anregungen 34
- EU-Kompatibilitätsprüfung 34 f.

Retro-Empfänger 67, 71 f.

- Bestechung 114 ff.
- Betrug 105 ff.
- ungetreue Geschäftsführung 97 ff.
- Veruntreuung 104 f.

Retro-Generatoren 66 f.

- Bestandesretrozeessionen 67
- Depot-Retrozeessionen 66
- Finder's Fees 66 f.
- Kommissions-Retrozeessionen 66
- Produkt-Retrozeessionen 66

Retro-Normalfall 96 f.

Retro-Zahlstellen 67

- Bestechung 114 ff.
- Betrug 105, 109 ff.

- Haftung 91 ff.

- Informationspflicht 92 ff.

- ungetreue Geschäftsführung 97 ff.

Retrozeessionen 59 ff.

- Deckungs-Retrozeessionen 110
- Definition 66
- Transaktions-Retrozeessionen 110
- wirtschaftliche Bedeutung 67 f.

Retrozeessionsentscheid des Bundesgerichts 69 ff.

- Anwendungsbereich 70 ff.
- Aufsichtsrecht 124 ff.
- Ergebnis 127
- Haftung 91 ff.
- Herausgabeverzicht 70, 80 f., 83 ff.
- Informationspflicht 81
- Kernpunkte 70
- Rechenschaftspflicht 80 ff.
- Sachverhalt 69 f.
- Strafrecht 96 ff.
- Verjährung 87 ff.

Richtigkeitsinteresse 139 ff.

Schadensbegriff 137 f., 157

Sharia board 161

SICAV 4, 7, 16 ff.

Treuepflicht 79 f.

Ungebührlicher Vorteil 116 ff. (siehe auch Bestechung)

Ungetreue Geschäftsführung 97 ff., 169 ff.

- marktkonforme Transaktion 100 ff.

Verjährung 87 ff.

Vermögensverwaltungsvertrag 75, 77

- Verjährung 88, 90 f.

Veruntreuung 103 ff.

Verwahrungsstelle 30 ff., 49 ff.

- Haftung der ~ 52 f.
- Rechte der ~ 50 f.

Wertpapiere 28 ff.

- Globalurkunde 31 ff., 39, 44, 47 f.
- Immobilisierung 30 ff.
- Sammelverwahrung 31 ff., 38 f., 44, 47 f.
- Übertragung 36 ff., 45

- Verwahrung 29 ff., 36 ff.
- Wertrechte 32 f., 39 f., 44

Wertrechte 32, 39 f., 44

Widerrechtlichkeit 149 f.