



Dokument	GesKR 2020 S. 36
Autor	Sandro Abegglen, Fabio Andreotti
Titel	Best Execution gemäss FIDLEG
Seiten	36-59
Publikation	Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
Herausgeber	Daniel Daeniker, Frank Gerhard, Karim Maizar, Till Spillmann, Rudolf Tschäni, Hans-Ueli Vogt, Rolf Watter, Matthias Wolf
Frühere Herausgeber	Dieter Dubs, Jean-Baptiste Zufferey
ISSN	1661-7673
Verlag	Dike Verlag AG

GesKR 2020 S. 36

Best Execution gemäss FIDLEG

Eine privat- und aufsichtsrechtliche Betrachtung

Sandro Abegglen



Fabio Andreotti



* PD Dr. iur. Sandro Abegglen, Fürsprecher, LL.M., Partner bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich, und MLaw UZH Fabio Andreotti, Doktorand an der Universität Zürich. Die Autoren bedanken sich für die wertvollen Hinweise zur Selbstregulierung bei Herrn lic. oec. HSG, lic. iur. Andreas Barfuss, Advokat, Mitglied der Direktion und Leiter Finanzmarktrecht bei der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg), bei Frau MLaw UZH Nina Fraefel, Rechtsanwältin, wissenschaftliche Mitarbeiterin Legal und Compliance bei der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg), sowie bei Frau Dr. iur. Diana Imbach Haumüller, Advokatin, LL.M., Stv. Geschäftsführerin und Senior Legal Counsel bei der Swiss Funds and Asset Management Association SFAMA. Ferner bedanken sich die Autoren bei Herrn Dr. iur. Bertrand Schott, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich, für seine hilfreichen Anmerkungen zum Beitrag.



I. Einleitung

Best Execution («BEX») ist ein Anwendungsfall der *Prinzipal-Agent*-Thematik.¹ Wo jemand anbietet, die Geschäfte einer Person in deren Interesse zu besorgen, stellen sich ubiquitäre Kontroll- und Vertrauensprobleme. Diese Probleme versucht unsere Rechtsordnung allen voran mit Normen des Auftrags- und – daran anknüpfend – Aufsichtsrechts zu lösen.² Auf *Finanzmärkten* stellt sich die *Prinzipal-Agent*-Problematik in verschärfter Weise: Erstens ist es für die meisten Endkunden sehr schwierig, die Tätigkeit des Beauftragten genau zu kontrollieren. Zweitens: aus Gründen eines reibungslosen Handelsablaufs und des präventiven Anlegerschutzes haben Endkunden und gewisse Finanzdienstleister, die solche Endkunden vertreten,³ keinen direkten Zugang zu den Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden.⁴ Mit anderen Worten sind sie auf die Dienstleistungen Dritter *angewiesen*. So sind sie insbesondere von der unmittelbaren Teilnahme an Handelsplätzen, d.h. Börsen und multilateralen Handelssystemen, ausgeschlossen.⁵

GesKR 2020 S. 36, 37

Technologische Innovationen, wie namentlich *Blockchain* und *Distributed Ledger Technologie (DLT)*, könnten die historische Konstante der Intermediation an Finanzmärkten⁶ zumindest aufweichen; so sollen gemäss Vorschlag des Bundesrates künftig auch *Endkunden* als Teilnehmer an DLT-Handelssystemen zum Handel von DLT-Effekten zugelassen werden können.⁷

Der vorliegende Beitrag erläutert zuerst die privatrechtliche BEX-Pflicht (II.). Danach behandelt er die Verankerung von BEX – bis zum Inkrafttreten von [FIDLEG](#) – im [BEHG](#) und altKAG (III.) sowie in den Reglementen der Handelsplätze (IV.). Sodann widmet sich der Artikel den Bestimmungen des neuen [FIDLEG](#) zu BEX (V.). Der Beitrag schliesst mit einem kurzen Fazit (VI.). Aus Gründen der sprachlichen Einfachheit und angesichts der anwendbaren Übergangsfristen wird die alte Regulierung ebenfalls im Präsens erläutert.

II. Best Execution im Privatrecht

1. Indirekte Stellvertretung

Der BEX-Grundsatz ist privatrechtlich im Auftragsrecht zu verorten. Finanzdienstleister, die für Kunden Aufträge ausführen, stehen zu ihren Kunden typischerweise in einem Rechtsverhältnis, das sich unmittelbar oder in analoger Weise nach dem Kommissionsrecht ([Art. 425 ff. OR](#)) richtet: Der Finanzdienstleister (Kommissionär) erwirbt oder veräussert Finanzinstrumente⁸ in eigenem Namen für Rechnung des Kunden, d.h. *in indirekter Stellvertretung*.⁹ Zwischen dem Finanzdienstleister und der Gegenpartei kommt dadurch

¹ Siehe Scott McCleskey, *Achieving Market Integration*, Oxford 2004, 8, 11, 66; ferner Thomas Iseli/Alexander F. Wagner/Rolf H. Weber, *Legal and economic aspects of best execution in the context of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, *Law and Financial Markets Review* 2007, 313 ff., 315 f.

² Siehe Susan Emmenegger/Thirza Döbeli, *Kundenvertrauen in Banken*, [SZW 2017, 752 ff.](#), 760.

³ So bspw. der bankunabhängige bzw. externe Vermögensverwalter.

⁴ Siehe Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, [BEHG](#)) vom 24. Februar 1993, BBl 1369 ff., 1382, 1397; Dieter Zobl/Stefan Kramer, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Zürich 2004, N 26.

⁵ Vgl. zum beschränkten Teilnehmerkreis an Handelsplätzen [Art. 34 Abs. 2 FinfraG](#). Demgegenüber bestehen keine Einschränkungen des Benutzerkreises von *organisierten Handelssystemen* (vgl. FINMA, Bericht über die Anhörung vom 28. September bis 9. November 2016 zum Entwurf des Rundschreibens «Organisierte Handelssysteme» vom 25. Januar 2017, 6). Allerdings ist der Betrieb solcher Systeme und damit die Auftragsausführung Banken, Wertpapierhäusern und Handelsplätzen vorbehalten, dies gemäss [Art. 43 Abs. 1 FinfraG](#).

⁶ Siehe hierzu Matthias Portmann, *Best Execution im Spannungsfeld neuer Finanzmarktphänomene*, Diss. Zürich 2013, N 6 m.w.N. (= SSFM 113).

⁷ Vgl. Luca Bianchi/Fabio Andreotti, *Digital Assets – Proposed Amendments to the Legal and Regulatory Framework of Distributed Ledger Technology in Switzerland*, [CapLaw-2019-15](#). *Endkunden* sind natürliche und juristische Personen, die gegenüber der Finanzmarktinfrastuktur erklären, dass sie in eigenem Namen und auf eigene Rechnung teilnehmen, d.h. keine Intermediärfunktion ausüben ([Art. 73c Abs. 1 lit. e E-FinfraG](#)).

⁸ Es ist *unbestritten*, dass Kommissionsrecht bei als Wertpapieren, Wertrechten und Bucheffekten ausgestalteten Finanzinstrumenten zur Anwendung gelangt; vgl. Renato Costantini, *Effektenkommission heute*, [SJZ 2013, 25 ff.](#), 28 FN 12.

⁹ Siehe statt vieler Carlo Lombardini, *Droit bancaire suisse*, 2. Aufl., Genf 2008, 717, 719.



ein Kauf- bzw. Verkaufsgeschäft zustande.¹⁰ Der vertretene Kunde (Kommittent) wird seinerseits aus dem Kaufvertrag mit der Gegenpartei des Finanzdienstleisters gegenüber dieser weder berechtigt noch verpflichtet.¹¹ [Art. 32 Abs. 2 OR](#) ist nicht anwendbar, da es für die Gegenpartei i.d.R. *nicht gleichgültig* ist bzw. sein darf, ob sie mit dem Endkunden oder einem prudenziell beaufsichtigten Intermediär kontrahiert (siehe unten, Ziff. V.7.1).¹² Der Kunde schuldet dem Finanzdienstleister für die Ausführung des Auftrages eine Kommissionsgebühr, die auch als Provision oder Courtage bezeichnet wird ([Art. 432 Abs. 1 OR](#)). Die Parteien können die Höhe der Courtage frei festlegen; fehlt eine Vereinbarung, so richtet sie sich nach dem Marktüblichen.¹³

Auf das Kommissionsverhältnis finden die Vorschriften über den Auftrag in [Art. 394 ff. OR](#) Anwendung, soweit das Kommissionsrecht keine abweichenden Bestimmungen enthält. Entsprechend schuldet der Finanzdienstleister dem Kunden die *getreue und sorgfältige Ausführung* des ihm übertragenen Geschäfts.¹⁴ Er ist insbesondere verpflichtet, dem Kommittenten den effektiv erzielten Preis abzurechnen.¹⁵ Damit soll das *Risiko eines Kursschnitts* ausgeschlossen werden, d.h. ein Verhalten des Finanzdienstleisters, auf Kosten des Kunden einen Gewinn zu realisieren, ohne ein entsprechendes Marktrisiko eingehen zu müssen (vgl. [Art. 433 Abs. 1 OR](#)).¹⁶ Zudem muss der Finanzdienstleister Rechenschaft über seine Geschäftsführung ablegen und dem Kunden alles, was ihm infolge derselben aus irgendeinem Grunde zugekommen ist, herausgeben.¹⁷ Schliesslich hat er dem Kunden die erforderlichen Nachrichten zu geben und insbesondere von der Ausführung des Auftrages sofort Anzeige zu machen.¹⁸

GesKR 2020 S. 36, 38

2. Selbsteintritt

Sofern die Voraussetzung eines Börsen- oder Marktpreises gegeben ist, was bei regelmässig gehandelten Finanzinstrumenten in aller Regel zutrifft, darf der Finanzdienstleister gemäss [Art. 436 Abs. 1 OR](#), abweichende Vereinbarung vorbehalten, auf eigene Rechnung in das Erwerbs- oder Veräusserungsgeschäft mit dem Kunden eintreten. Darüber hinaus können die Parteien den Selbsteintritt auch auf Güter ohne Börsen- oder Marktpreis ausdehnen.¹⁹ Der Finanzdienstleister liefert beim Selbsteintritt die Finanzinstrumente aus dem Eigenbestand bzw. übernimmt sie für den Eigenbestand (*Nostro*). [Art. 436 Abs. 2 OR](#) verpflichtet den Kommissionär, den zur Zeit der Ausführung des Auftrages geltenden Börsen- oder Marktpreis bzw. den mit der Gegenpartei (*Broker*) erzielten Preis in Rechnung zu bringen.²⁰ Gemeinhin werden die folgenden Formen des Selbsteintritts unterschieden:²¹

- ¹⁰ Rolf Watter, Handel in Wertschriften auf einer Netto-Basis, in: Hans Ulrich Walder et al. (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts. Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 181 ff., 183, 185 f.; Zobl/Kramer (FN 4), N 1242 f.
- ¹¹ Der Kunde kann bei der *Einkaufskommission* abhängig von den konkreten Umständen des Einzelfalls entweder direkt oder indirekt, d.h. über den Kommissionär, Eigentumsrechte an den Finanzinstrumenten, die heute in aller Regel als Bucheffekten ausgestaltet sind, erwerben; vgl. statt vieler Costantini (FN 8), 27 ff. m.w.H.
- ¹² Siehe [BGE 121 III 310, E. 3b](#); Watter (FN 10), 186; Zobl/Kramer (FN 4), N 1215; Costantini (FN 8), 26; a.M. BSK [OR I-Lenz/von Planta](#), Art. 434 N 2 m.w.N., Art. 425 N 3, 7. Aufl., Basel 2019.
- ¹³ Watter (FN 10), 183; Zobl/Kramer (FN 4), N 1218.
- ¹⁴ Art. 425 Abs. 2 i.V.m. [Art. 398 Abs. 1 und 2 OR](#).
- ¹⁵ Vgl. [Art. 428 Abs. 3 OR](#).
- ¹⁶ Siehe hierzu insbesondere Peter Nobel, Zur Problematik des sogenannten Kursschnittes im Wertpapierhandel, in: Walter J. Habscheid et al. (Hrsg.): Freiheit und Zwang, Festschrift für Hans Giger, Bern 1989, 527 ff., 528.
- ¹⁷ Art. 425 Abs. 2 i.V.m. [Art. 400 Abs. 1 OR](#); vgl. hierzu statt vieler Sandro Abegglen, «Retrozession» ist nicht gleich «Retrozession»: Zur Anwendbarkeit von [Art. 400 Abs. 1 OR](#) auf Entschädigungen, die an Banken geleistet werden, insbesondere im Fondsvertrieb, [SZW 2007, 122 ff.](#)
- ¹⁸ [Art. 426 Abs. 1 OR](#).
- ¹⁹ BSK [OR I-Lenz/von Planta](#), Art. 436 N 5 m.w.N.
- ²⁰ Vgl. bzgl. der im Einzelnen (umstrittenen) Details der Abrechnung EBK-Bull 18/1988, 16 f. («Anwendung von engeren Zeiteinheiten als ganzen Tag»); BSK [OR I-Lenz/von Planta](#), Art. 436 N 6; CHK-Pfenninger, [Art. 436 OR](#) N 7, 3. Aufl., Zürich 2016; OFK [OR-Moskric](#), Art. 436 N 5, 3. Aufl., Zürich 2016; Portmann (FN 6), N 103 f.; Urs P. Roth, Art. 11 N 131, in: Gérard Hertig et al. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2000. Kunde und Finanzdienstleister können allerdings *vereinbaren*, dass letzterer im Rahmen der Auftragsausführung keine BEX schuldet; siehe KUKO [OR-Vicek](#), Art. 436 N 3, Basel 2014; ferner BSK [OR I-Lenz/von Planta](#), Art. 436 N 5; Portmann (FN 6), N 124 f.; CR CO I-von Planta/Flegbo-Berney, Art. 436 N 5, 2. Aufl., Basel 2012.
- ²¹ Die Terminologie ist allerdings uneinheitlich; vgl. Alexander Wyss, Verhaltensregeln für Effektenhändler, Diss. Zürich, Lachen/St. Gallen 2000, 30 f. m.w.N.; ferner Rolf Sethe/Moritz Seiler, Dokumentation und Rechenschaft im geplanten [FIDLEG](#), in: Robert Waldburger et al. (Hrsg.), Law & Economics, Festschrift für Peter Nobel, Bern 2015,



•Beim *echten bzw. wirtschaftlichen* Selbsteintritt hat der Finanzdienstleister die Finanzinstrumente bei Entgegennahme des Kundenauftrags bereits in seinen *Nostro*-Beständen oder er führt ein Deckungsgeschäft am Markt *nach* Erklärung des Selbsteintritts aus.²² Da der Kommissionär ein eigenes wirtschaftliches Risiko eingeht, müssen der nach [Art. 436 Abs. 2 OR](#) gegenüber dem Kunden abgerechnete und der vom Kommissionär effektiv bezahlte bzw. erhaltene Kurs nicht identisch ausfallen.²³

•Um einen *technischen* Selbsteintritt handelt es sich bei der Zusammenführung bzw. Kompensation gegenläufiger Kundenaufträge (sog. *Internalisierung*).²⁴ Der Kommissionär erklärt gegenüber den beiden Kommittenten den Selbsteintritt – einmal als Käufer und einmal als Verkäufer.²⁵ Er hat gegenüber beiden Kommittenten einen Anspruch auf die Kommissionsgebühr.²⁶ Sodann wird der Selbsteintritt *vermutet*, wenn der Finanzdienstleister dem Kunden die Ausführung des Kundenauftrages meldet, ohne letzterem die Identität der Gegenpartei offenzulegen ([Art. 437 OR](#)).²⁷ In einem solchen Fall des *formellen* Selbsteintritts nimmt der Finanzdienstleister das Deckungsgeschäft am Markt bereits *vor* Erklärung des Selbsteintritts vor.²⁸ Beim technischen und formellen Selbsteintritt geht der Kommissionär anders als beim echten Selbsteintritt kein eigenes wirtschaftliches Risiko ein.²⁹ Er muss darum den effektiv erzielten Preis gemäss [Art. 436 Abs. 2 OR](#) abrechnen.³⁰

Sorgfalts- und Treuepflichten des Auftrags- bzw. Kommissionsrechts bilden die Grundlage der privatrechtlichen Pflicht zur bestmöglichen Ausführung eines Kundenauftrages im Finanzdienstleistungsbereich (sog. *privatrechtliche BEX*).³¹ Sobald der Kommissionär jedoch den Selbsteintritt erklärt, wandelt sich das Kommissionsverhältnis zu einem *gemischten Rechtsverhältnis* bestehend aus auftrags- bzw. kommissionsrechtlichen und kaufrechtlichen Elementen,³² wobei jedoch der hier zentrale [Art. 436 Abs. 2 OR](#) auftragsrechtlich geprägt ist. Welche Rechtsnormen auf andere, untergeordnete Sachfragen, wie z.B. die Rechenschaftsablage, zur Anwendung kommen, ist umstritten.³³ Sollten mit dem Inkrafttreten von [FIDLEG](#) die Doppelnormen von [Art. 11 BEHG](#) ersatzlos weggefallen sein (siehe unten, Ziff. V.1.2), würde der *alte Rechtsstreit* über die Frage, wieweit der Finanzdienstleister beim Selbsteintritt der auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht unterliegt, wieder von praktischem Interesse werden – die Frage ist relevant, weil im Kaufrecht Sorgfalts- und Treuepflichten weitgehend fehlen (siehe sogleich unten, Ziff. II.3).³⁴ Der selbsteintretende Finanzdienstleister

GesKR 2020 S. 36, 39

431 ff., 441 FN 46 m.w.N.

²² Siehe Sethe/Seiler (FN 21), 441 f.

²³ Siehe EBK-Bull 18/1988, 16; EBK-Bull 43/2003, 98; EBK-Bull 40/2000, 27 f.; ferner Roth, Art. 11 N 129; CHK-Pfenninger, [Art. 436 OR](#) N 7; Lombardini (FN 9), 720.

²⁴ Siehe Zobl/Kramer (FN 4), N 1225, 1234; BSK [OR](#) I-Lenz/von Planta, Art. 436 N 2.

²⁵ [BGE 114 II 57, E. 6a](#).

²⁶ Siehe Zobl/Kramer (FN 4), N 1234; BSK [OR](#) I-Lenz/von Planta, Art. 436 N 10; ferner Watter (FN 10), 188.

²⁷ Siehe BSK [OR](#) I-Lenz/von Planta, Art. 436 N 2.

²⁸ Sethe/Seiler (FN 21), 441 f.; Alois Rüegg, Der Effektenbörsenauftrag unter spezieller Berücksichtigung der Treue-, Sorgfalts- und Rechenschaftspflicht, Diss. Zürich 1974, 78.

²⁹ EBK-Bull 47/2005, 174; EBK-Bull 43/2003, 98.

³⁰ Siehe EBK-Bull 18/1988, 16 f.; Roth, Art. 11 N 125; BSK [OR](#) I-Lenz/von Planta, Art. 436 N 9 mit Verweis auf N 5 ff.; KUKO [OR](#)-Vlcek, Art. 436 N 8.

³¹ *So auch* Wyss (FN 21), 205.

³² [Art. 436 Abs. 3 OR](#); hierzu BGer [4A 547/2012, E. 4.1](#): «Vielmehr handelt es sich um einen gemischten Vertrag. Der Kommissionär unterliegt namentlich weiter den auftragsrechtlichen Treuepflichten.»; ferner Watter (FN 10), 184 m.w.N.; Zobl/Kramer (FN 4), N 1231 m.w.N.; BSK [OR](#) I-Lenz/von Planta, Art. 436 N 3.

³³ Siehe statt vieler Portmann (FN 6), N 93 ff., ferner N 105 f. Vgl. allerdings den Anspruch des Kunden gegenüber dem Finanzdienstleister auf Herausgabe der ihn betreffenden Dokumente nach [Art. 72 FIDLEG](#), der auch im Rahmen des Selbsteintritts gilt.

³⁴ Vgl. EBK-Bull 51/2008, 130: «[Art. 11 BEHG](#) greift als [...] Doppelnorm in die privatrechtliche Ordnung ein. Dies gilt vor allem beim Kauf [...], da hier die Sorgfalts- [...] und Treuepflichten weitgehend fehlen.»; Urs P. Roth, Aufklärungspflichten im Vermögenanlagegeschäft der Banken, in: Bruno Gehrig/Ivo Schwander (Hrsg.), Banken und Bankrecht im Wandel, Festschrift für Beat Kleiner, Zürich 1993, 1 ff., 20 ff.; Urs Zulauf, Gläubigerschutz und Vertrauensschutz – zur Sorgfaltspflicht der Bank im öffentlichen Recht der Schweiz, ZSR 1994 II, 359 ff., 387; Luc Thévenoz, Information, conseil, mise en garde, in: Luc Thévenoz/Christian Bovet (Hrsg.), Journée 2007 de droit bancaire et financier, Genf 2008, 19 ff., 30; Watter (FN 10), 184; Roth, Art. 11 N 28; Zobl/Kramer (FN 4), N 1232, 1240; [BEHG](#)-Hertig/Schuppisser Art. 11 N 10, Basel 1999.



würde je nach Auffassung dem Kunden bei *Execution-only-Geschäften* – zumindest in privatrechtlicher Hinsicht³⁵ – keine über [Art. 436 Abs. 2 OR](#) hinausgehende Sorgfalt und Interessenwahrung schulden (wobei die Bedeutung der Kontroverse nicht überschätzt werden darf, da in der letztgenannten Norm der fundamentale Aspekt von BEX enthalten ist).³⁶

3. Gegenparteigeschäft

Von den Rechtsgeschäften mit Selbsteintritt (siehe oben, Ziff. II.2) sind die Gegenparteigeschäfte, wiewohl in beiden Fällen Kaufrecht zur Anwendung gelangt, klar abzugrenzen: Wenn ein Finanzdienstleister Finanzinstrumente aus seinem Eigenbestand veräussert oder erwirbt, *und dabei erkennbar eigene Interessen vertritt und dem Kunden gegenüber nicht als Dienstleister, sondern als Gegenpartei auftritt*, liegt bereits nach der Praxis der ehemaligen EBK ein *Gegenparteigeschäft* (auch Eigen- oder Festpreisgeschäft) vor, auf das *nur* die Regeln des Kaufs anwendbar sind ([Art. 184 ff. OR](#)).³⁷ Die Parteien sind verpflichtet, den Kaufpreis zu zahlen bzw. das Eigentum am Finanzinstrument zu übertragen. Mangels eigentlicher Sorgfalts- und Treuepflichten im Kaufrecht besteht hier *keine (privatrechtliche) BEX-Pflicht*; jede Partei darf ihre eigenen Interessen maximieren.³⁸ Das oben erwähnte Kursschnittverbot gilt nicht, genauer, es kann hier gar nicht von einem Kursschnitt gesprochen werden.³⁹

III. Best Execution ante [FIDLEG](#)

1. Effektenhandel

Unter dem Regime des [BEHG](#) ist BEX in Art. 11, spezifisch in dessen Abs. 1 lit. b, verankert.⁴⁰ [Art. 11 BEHG](#) umschreibt in Abs. 1 die Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten des Effektenhändlers, die er im Effektenhandel gegenüber seinen Kunden einzuhalten hat.⁴¹ Der Effektenhändler (*lit. a*) weist seine Kunden insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hin und stellt insbesondere sicher, dass (*lit. b*) die Aufträge seiner Kunden bestmöglich erfüllt werden und diese die Abwicklung seiner Geschäfte nachvollziehen können und dass (*lit. c*) allfällige Interessenkonflikte seine Kunden nicht benachteiligen.

Die Verhaltenspflichten von [Art. 11 BEHG](#) sind nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung⁴² und herrschender Lehrmeinung⁴³ *Doppelnormen*: Die Verletzung des Pflichtenhefts kann deshalb sowohl zu – bei gegebener Schwere – aufsichtsrechtlichen Massnahmen gemäss [Art. 31 ff. FINMAG](#) als auch im

³⁵ Fraglich ist, ob [Art. 18 FIDLEG](#) beim Selbsteintritt eine über [Art. 436 Abs. 2 OR](#) hinausgehende Dimension zukommt; siehe auch unten, Ziff. V.3.4c. Vgl. ferner Thomas Jutzi/Ksenia Wess, Die (neuen) Pflichten im Execution-only-Geschäft: Zusammenspiel von [FIDLEG](#) und [OR](#), [SZW 2019, 589 ff.](#), 607, die für das *Execution-only-Geschäft* von einem Gleichlauf der privat- und aufsichtsrechtlichen Sorgfaltspflichten ausgehen.

³⁶ Siehe Nobel (FN 16), 533 f.; Romeo Cerutti, Rechtliche Aspekte der Vermögensverwaltung im Schweizer Universalsbankensystem – Ein Überblick, ZSR 2008 I, 69 ff., 76 f.; a.M. Pierre Engel, Contrats de droit suisse, 2. Aufl., Bern 2000, 561.

³⁷ EBK-Bull 51/2008, 129 f.; EBK-Bull 47/2005, 168 f., ferner 173; siehe auch Mirjam Eggen, Finanzprodukte – Auftrag oder Kauf?, [SZW 2011, 625 ff.](#), 628 f.; Sethe/Seiler (FN 21), 443; Lombardini (FN 9), 721 ff.; Roth (FN 34), 20 f.; differenzierend Wyss (FN 21), 32 ff.

³⁸ Siehe Portmann (FN 6), N 107 ff.; ferner Thévenoz (FN 34), 41.

³⁹ Siehe Paolo Bernasconi, Chapitre 9 – L'exécution fidèle: le devoir de loyauté, in: Alessandro Bizzozero et al. (Hrsg.), Le Mandat de gestion de fortune, 2. Aufl., Genf 2017, 263 f.; Bruno Gehrig, Der Kursschnitt im Wertpapierhandel, in: Bruno Gehrig/Ivo Schwander (Hrsg.), Banken und Bankrecht im Wandel, Festschrift für Beat Kleiner, Zürich 1993, 55 ff., 56 ff., 62 f., 64 f.

⁴⁰ Vor Inkrafttreten des [BEHG](#) am 1. Februar 1997 erfolgte die aufsichtsrechtliche Kontrolle der Einhaltung privatrechtlicher Grundprinzipien im Effektenhandel über das *Gewährserfordernis* für Banken und Effektenhändler; siehe Nobel (FN 16), 543 f.; Roth, Art. 11 N 19; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 33, 2. Aufl., Basel 2011; ferner Elias Bischof, Die Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit, Diss. Basel, Zürich 2016, N 640 FN 1872 (= SSFM 121).

⁴¹ Der Pflichtenkanon von [Art. 11 BEHG](#) ist inhaltlich an die *International Conduct of Business Principles* der IOSCO vom 9. Juli 1990 und an die damaligen Vorschläge für eine EU-Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen (93/22/EWG) angelehnt; vgl. hierzu Botschaft 1993 (FN 4), 1405 f.; ferner Roth, Art. 11 N 1 ff.

⁴² Siehe [BGE 133 III 97, E. 5.2](#); BGer [4C.205/2006, E. 3.3](#).

⁴³ Vgl. z.B. Zulauf (FN 34), 387; Wolfgang Wiegand/Jürg Wichteremann, Der Einfluss des Privatrechts auf das öffentliche Bankrecht, in: Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Die Banken im Spannungsfeld zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht, Bern 1999, 119 ff., 146 ff. (= BBT 6); Roth, Art. 11 N 29; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 6.



Einzelfall zu zivilrechtlichen Schadenersatzpflichten führen.⁴⁴ Die Bestimmung dupliziert allerdings nicht einfach die obligationenrechtliche Ordnung, sondern greift mitunter auch in diese ein.⁴⁵ Privatrechtliche Vereinbarungen zwischen Effektenhändler und Kunde sind gemäss Bundesgericht gültig, soweit sie den Verhaltensregeln von [Art. 11 BEHG](#) nicht widersprechen, d.h. diese lediglich konkretisieren.⁴⁶ In der Lehre wird darüber hinaus die Auffassung vertreten, dass Abmachungen in Abweichung zu [Art. 11 BEHG](#) zulässig seien, soweit sie nicht den Kerngehalt der Be-

GesKR 2020 S. 36, 40

stimmung tangieren, d.h. denjenigen Bereich, der dem (öffentlich-rechtlichen) Marktfunktionsschutz dient.⁴⁷ [Art. 11 BEHG](#) ist als Generalklausel ausgestaltet, dessen Konkretisierung dem Ständesrecht und vertraglichen Vereinbarungen zwischen Kunde und Effektenhändler vorbehalten ist. Die FINMA hat zu diesem Zweck die *SBVg-Verhaltensregeln 2008*⁴⁸ als Mindeststandard anerkannt.⁴⁹ Einerseits konkretisieren die Ständesregeln den Aufsichtsstandard.⁵⁰ Andererseits können sie nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts als Ausdruck einer Berufsausübung zur Auslegung und Ergänzung des Vertrages zwischen Kunde und Effektenhändler beigezogen werden.⁵¹ Für BEX sind in erster Linie Art. 5–7 SBVg-Verhaltensregeln 2008 einschlägig.

2. Kollektive Kapitalanlage

Art. 20 Abs. 1 altKAG umschreibt die Treue-, Sorgfalts- und Informationspflichten der Bewilligungsträger und derer Beauftragten im Bereich kollektiver Kapitalanlagen: [KAG](#)-Bewilligungsträger und ihre Beauftragten (*lit. a*) handeln unabhängig und wahren ausschliesslich die Interessen der Anleger, (*lit. b*) treffen die organisatorischen Massnahmen, die für eine einwandfreie Geschäftsführung erforderlich sind und (*lit. c*) gewährleisten u.a. eine transparente Rechenschaftsablage und informieren angemessen über die von ihnen verwalteten, verwahrten und vertriebenen kollektiven Kapitalanlagen. Als Konkretisierung der Sorgfaltspflicht in Art. 20 Abs. 1 lit. b altKAG bestimmt Art. 22 altKAG,⁵² dass die Gegenparteien für Effektenhandelsgeschäfte und sonstige Geschäfte sorgfältig auszuwählen sind und dass sie Gewähr für die bestmögliche Erfüllung der Transaktionen in preismässiger, zeitlicher und quantitativer Hinsicht bieten müssen (*Abs. 1*). Die Auswahl der Gegenparteien ist in regelmässigen Abständen zu überprüfen (*Abs. 2*). Vereinbarungen zwischen den kollektiven Kapitalanlagen und den Gegenparteien, welche die Entscheidungsfreiheit der Bewilligungsträger oder ihrer Beauftragten einschränken, sind unzulässig (*Abs. 3*). Mit Art. 22 altKAG soll nach Ansicht des Bundesrates verhindert werden, dass kollektive Kapitalanlagen durch überhöhte Transaktionskosten zur «Milchkuh» [sic] einer Gegenpartei, namentlich der Depotbank oder eines anderen Effektenhändlers, werden.⁵³ Art. 20 altKAG gilt materiell als steuerungs- und wertungskongruent mit [Art. 11 BEHG](#).⁵⁴ Bei Art. 20 und 22 altKAG handelt es sich darum nach herrschender Lehre ebenfalls um *Doppelnormen*, denen allerdings neben einer vertragsrechtlichen auch eine gesellschaftsrechtliche Dimension zukommt.⁵⁵ Das Bundesgericht hatte sich zur Frage des Verhältnisses

⁴⁴ Siehe statt vieler BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 10, 95 ff.

⁴⁵ EBK-Bull 51/2008, 36; EBK-Bull 47/2005, 168.

⁴⁶ [BGE 133 III 97, E. 5.2](#).

⁴⁷ So BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 12, 40, 62; Portmann (FN 6), N 293 f.; *ähnlich* OFK [BEHG-Weber](#), Art. 11 N 3, 17 ff., 2. Aufl., Zürich 2013; *kritisch* Eric Sibbern/Hans Caspar von der Crone, Informationspflichten im Anlagegeschäft, Entscheidung des Schweizerischen Bundesgerichts [4C.270/2006 \(BGE 133 III 97\) vom 4. Januar 2007, SZW 2007, 173 ff.](#), 176; *ablehnend* Roth, Art. 11 N 92; Zobl/Kramer (FN 4), N 801.

⁴⁸ Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg), Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäfts 2008 vom 1. August 1997 (in der Fassung vom 1. Juli 2009).

⁴⁹ FINMA-RS 08/10 «Selbstregulierung als Mindeststandard», Anhang Rz. 10.

⁵⁰ Siehe Roth, Art. 11 N 33.

⁵¹ Vgl. [BGE 132 III 460, E. 4.3](#); BGer [4C.205/2006, E. 3.3](#).

⁵² Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) vom 23. September 2005, BBl 6395 ff., 6445.

⁵³ Botschaft 2005 (FN 52), 6446.

⁵⁴ Siehe Botschaft 2005 (FN 52), 6445 («in Analogie zu [Artikel 11 BEHG](#)»); BSK [KAG-Pfenninger/Nüesch](#), Art. 20 N 2, Art. 22 N 1, 2. Aufl., Basel 2016; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 34.

⁵⁵ BSK [KAG-Pfenninger/Nüesch](#), Art. 20 N 3, 8; Thomas Jutz/Simon Schären, Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts, Bern 2014, N 1199 ff.; Armin Kühne, Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis, 2. Aufl., Zürich 2015, N 273 ff.; vgl. zu Art. 12 und 20 des ehemaligen Bundesgesetzes über die Anlagefonds ([AFG](#)) bereits [BGE 96 II 383, E. 2b](#); hierzu ferner Buttschardt, in: Forstmoser, Kommentar [AFG](#), N 10 zu Art. 12, Bd. I,



von Art. 20 ff. altKAG zum Privatrecht allerdings bisher nicht zu äussern, wäre nach Meinung der Lehre aber dieser gefolgt.

Art. 20 und 22 altKAG sind ebenfalls Generalklauseln, die durch standesrechtliche Vorgaben konkretisiert werden. Die FINMA hat zu diesem Zweck die *SFAMA-Verhaltensregeln 2014*⁵⁶ als Mindeststandard anerkannt.⁵⁷ Die *KAG-Bewilligungsträger* haben demnach die Auswahl der Gegenparteien, welche die Transaktionen abwickeln, nach objektiven Kriterien vorzunehmen (N 35), Transaktionen an den Effekten-, Devisen- und sonstigen Märkten zu marktkonformen Konditionen abzuwickeln und dabei die BEX-Grundsätze einzuhalten (N 36), die Einzelheiten der Transaktionsabwicklung in einer internen Weisung festzuhalten (N 36) sowie sicherzustellen, dass Gebührenteilungsvereinbarungen (sog. *commission sharing agreements*) und geldwerte Leistungen in Form von sog. *soft commissions* bzw. damit abgegoltene Leistungen direkt oder indirekt der kollektiven Kapitalanlage zugutekommen (N 37 ff.).

IV. Best Execution in Handelsreglementen

Für BEX relevante Regeln finden sich ausserdem in der *Selbstregulierung der Handelsplätze* gemäss [Art. 26 ff. FinfraG](#). Der Handelsplatz erlässt ein Reglement über die Zulassung, die Pflichten und den Ausschluss von Teilnehmern und beachtet dabei insbesondere den Grundsatz der Gleichbehandlung ([Art. 34 Abs. 1 FinfraG](#)). So

GesKR 2020 S. 36, 41

regelt etwa das Handelsreglement der Börse *SIX Swiss Exchange AG* auch die Verhaltenspflichten der an ihr zugelassenen Teilnehmer.⁵⁸ Ziff. 4.2 des Handelsreglements verpflichtet die Teilnehmer der Börse und deren Händler, für die Einhaltung und interne Durchsetzung der Verhaltensregeln für den Effektenhandel im Sinne des [BEHG](#) (bzw. [FIDLEG](#)) und [FinfraG](#), der einschlägigen Rundschreiben der FINMA und der entsprechenden Standesregeln zu sorgen. Ferner verpflichtet Ziff. 10.3 die Teilnehmer und Händler in allgemeiner Weise, die geltenden Marktverhaltensregeln, die Integrität des Marktes jederzeit zu wahren und unfaire Handelspraktiken zu unterlassen. Der Teilnehmer verpflichtet sich, die Börse oder *SIX Exchange Regulation* unverzüglich zu benachrichtigen, wenn er u.a. das Handelsreglement verletzt oder nicht einhalten kann (Ziff. 4.5 Abs. 1).⁵⁹

Bis zum 1. Februar 2019⁶⁰ sah das Handelsreglement der *SIX Swiss Exchange AG* in Ziff. 4.5 Abs. 1 eine sog. *Börsenpflicht* für einzelne Handelssegmente vor.⁶¹ Bei der Börsenpflicht, auch Börsenzwang, handelt es sich um eine Verpflichtung der Börsenteilnehmer, alle ihre Transaktionen in Effekten, die zum Handel an der Börse zugelassen sind, während der Handelszeit ausschliesslich im Auftragsbuch der Börse auszuführen.⁶² Aus der Perspektive von BEX kann die Börsenpflicht problematisch sein, denn sie mag im Einzelfall zu einer für den Kunden suboptimalen Ausführung der Transaktion führen. So mag es regelmässig im Interesse des Kunden sein, sog. *Block Trades* ausserbörslich, d.h. *Over-The-Counter (OTC)* bzw. über ein alternatives Handelssystem, auszuführen. Eine allfällige Börsenpflicht kann deshalb lediglich subsidiär zur BEX-Pflicht gemäss [Art. 18 FIDLEG](#) (siehe sogleich) gelten.⁶³

Zürich 1997.

⁵⁶ Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA), Verhaltensregeln vom 7. Oktober 2014.

⁵⁷ FINMA-RS 08/10 «Selbstregulierung als Mindeststandard», Anhang Rz. 23.

⁵⁸ Siehe Handelsreglement vom 9. Mai 2019 der SIX Swiss Exchange AG.

⁵⁹ Vgl. BSK [FINMAG/FinfraG-Truffer](#), Art. 34 N 22, 3. Aufl., Basel 2018.

⁶⁰ Vgl. SIX Swiss Exchange Mitteilung Nr. 05/2019 vom 28. Januar 2019.

⁶¹ Siehe ehemaliges Handelsreglement vom 18. September 2018 der SIX Swiss Exchange AG.

⁶² BSK [FINMAG/FinfraG-Truffer](#), Art. 34 N 16 m.w.H.; vgl. auch Art. 5 Abs. 2 SBVg-Verhaltensregeln 2008.

⁶³ So auch Ziff. 4.5 Abs. 2 des ehemaligen Handelsreglements vom 18. September 2018 der SIX Swiss Exchange: «Gesetzliche Bestimmungen, welche den Teilnehmer verpflichten, Aufträge bestmöglich auszuführen (best execution) gehen einer allfälligen Börsenpflicht vor.» (Hervorhebungen durch die Verfasser); siehe ferner Peter Nobel/Heinz Zimmermann, Entwicklung und Struktur von Effektenmärkten, [SZW 2011, 511 ff.](#), 514; Portmann (FN 6), N 243 f.; BSK [FINMAG/FinfraG-Truffer](#), Art. 34 N 22; Zobl/Kramer (FN 4), N 941, 1227.



V. Best Execution gemäss [Art. 18 FIDLEG](#)

1. Dogmatische Einordnung

1.1 Rechtsnatur

Bei den Verhaltenspflichten gemäss [Art. 7 ff. FIDLEG](#) handelt es sich nach Ansicht des Bundesrates um *öffentliches Recht*.⁶⁴ Anlass für die polizeilich motivierten Eingriffe in die Wirtschaftsfreiheit gemäss [Art. 27 BV](#) sind Erkenntnisse im Zusammenhang mit der letzten Finanzkrise.⁶⁵ Als Normen jedenfalls des auch öffentlichen Rechts sind die Verhaltensregeln des [FIDLEG](#) grundsätzlich *zwingender Natur* und damit der Privatautonomie entzogen (aufsichtsrechtlich bestehen indes gewisse Ausnahmen; siehe unten, Ziff. V.7).⁶⁶ Die Entstehungsgeschichte von [Art. 18 FIDLEG](#) und dessen systematische Einordnung im 5. Abschnitt des Gesetzes sprechen dafür, dass es sich bei der BEX-Pflicht um eine aufsichtsrechtliche *Sorgfaltspflicht* handelt.⁶⁷ Allerdings bezieht [Art. 18 Abs. 2 FIDLEG](#) auch Entschädigungen Dritter in die Beurteilung der Ausführungsqualität mit ein. Ferner wird in organisatorischer Hinsicht verlangt, dass der Finanzdienstleister Mitarbeiterweisungen erlässt (siehe unten, Ziff. V.5), Kundenaufträge aus Gründen der Gleichbehandlung und Fairness nach strenger Zeitpriorität ausführt (siehe unten, Ziff. V.3.3) und dem Kunden auf Anfrage hin Rechenschaft über die Einhaltung der Ausführungspolicy ablegt (siehe unten, Ziff. V.3.4a).⁶⁸ Diese Pflichten bezwecken, eine Benachteiligung der Kunden wegen Interessenkonflikten des Finanzdienstleisters auszuschliessen (siehe unten, Ziff. V.5).⁶⁹ Daraus folgt, dass [Art. 18 FIDLEG](#), obschon das Gesetz gegenüber der Entwurfsfassung keine explizite aufsichtsrechtliche Treuepflicht mehr vorsieht,⁷⁰ hier BEX-spezifisch so-

GesKR 2020 S. 36, 42

wohl Elemente einer aufsichtsrechtlichen Sorgfalts- als auch Treuepflicht enthält.⁷¹

1.2 Verhältnis zum Privatrecht?

Die Verhaltenspflichten des [FIDLEG](#) sollen wie erwähnt nach Ansicht des Bundesrates öffentlich-rechtliche Normen mit *Ausstrahlungswirkung* auf das Zivilrecht sein.⁷² Die Verhaltenspflichten sollen damit anders als [Art. 11 BEHG](#) und Art. 20 und 22 altKAG keine Doppelnormen mehr darstellen. Die Botschaft sagt dies aber nicht für jene, die im revKAG verbleiben und *in casu* ebenfalls relevant sind (weshalb sich die Frage stellt, ob das Inkrafttreten von [FIDLEG](#) etwas an der Doppelnormqualität der in Art. 20 revKAG verbliebenen Verhaltenspflichten ändert). «Ausstrahlungswirkung» bedeutet nach Auffassung des Bundesrates, dass die [FIDLEG](#)-Verhaltenspflichten nicht unmittelbar in das privatrechtliche Verhältnis zwischen Finanzdienstleister und Kunde eingreifen, sondern lediglich im Rahmen der Konkretisierung der privatrechtlichen Beziehung

⁶⁴ Siehe Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz ([FIDLEG](#)) und zum Finanzinstitutsgesetz ([FINIG](#)) vom 4. November 2015, BBl 8901 ff., 8921.

⁶⁵ Vgl. FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010; FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen, Oktober 2010.

⁶⁶ Siehe Sandro Abegglen/Léonie Luterbacher, Transaktionsbezogene vs. portfoliobezogene Anlageberatung unter [FIDLEG](#): keine einfache Abgrenzung, [SZW 2018, 462 ff.](#), 472.

⁶⁷ Siehe [Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG](#), die als Sorgfaltspflicht eingeordnet wird; ferner IOSCO (FN 41), 8: «[Principle 2 – Diligence:] In conducting its business activities, a firm should act with due skill, care and diligence, in the best interests of its customers and the integrity of the market.»

⁶⁸ [Art. 18 Abs. 3 FIDLEG](#) bzw. [Art. 21 Abs. 3 FIDLEV](#).

⁶⁹ Siehe Rolf Sethe, Treuepflichten der Banken bei der Vermögensanlage, AcP 2012, 80 ff., 113 («Organisationspflichten zur Absicherung der Treuepflicht»); Damian A. Fischer, Interessenkonfliktregeln im künftigen [FIDLEG](#), [GesKR 2/2019, 284 ff.](#), 292; EBK-Bull 47/2005, 192 ff., insbesondere 202; Roth, Art. 11 N 42, 106; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 3, 65, 85.

⁷⁰ Siehe Art. 8 Abs. 2 E-[FIDLEG](#) in der Entwurfsfassung des Bundesrates. Nunmehr: [Art. 1 Abs. 2 FIDLEG](#): «Dazu legt [das Gesetz] die Anforderungen für die *getreue, sorgfältige* und transparente Erbringung von Finanzdienstleistungen fest und regelt das Anbieten von Finanzinstrumenten.» (Hervorhebungen durch die Verfasser).

⁷¹ *Gl.M.* Fischer (FN 69), 285; ferner Rolf Sethe, MiFIR/MiFID II – Drittstaatenzugang für die Schweiz und Äquivalenz von [FINIG/FIDLEG](#), in: Dieter Gericke (Hrsg.), *Private Equity VI*, Zürich 2018, 135 ff., 162 (= EIZ 190). Für Art. 22 altKAG geht die SFAMA in ihren Verhaltensregeln 2014 davon aus, dass die Bestimmung primär einen Teilgehalt der *Treuepflicht* darstellt.

⁷² Siehe Botschaft 2015 (FN 64), 8921.



vom Zivilrichter herangezogen werden können.⁷³ Dasselbe könnte nach einer Lehrmeinung auch in umgekehrter Weise für die Heranziehung zivilrechtlicher Pflichten zur Konkretisierung des Aufsichtsrechts gelten.⁷⁴

In der parlamentarischen Debatte zum [FIDLEG](#) wurde die Doppelnormthematik im Sinne einer aufsichtsrechtlichen *Safe Harbor*-Regelung diskutiert.⁷⁵ Letztlich kehrte der Gesetzgeber zum Entwurf des Bundesrates zurück.⁷⁶ Der Gesetzgeber ist indessen nicht weiter auf das Verhältnis des Erlasses zum Privatrecht eingegangen.⁷⁷ Die bisherige Literatur zum [FIDLEG](#) hat sich überwiegend der Ausstrahlungstheorie der bundesrätlichen Botschaft angeschlossen.⁷⁸ Baumgartner/von der Crone vertreten demgegenüber die Auffassung, dass diejenigen Bestimmungen des [FIDLEG](#), welche die *direkte* Beziehung zwischen Kunde und Finanzdienstleister regeln, weder Doppelnormen noch Rechtsnormen des öffentlichen Rechts mit Ausstrahlungswirkung sind, sondern als blosse privatrechtliche Normen qualifizieren.⁷⁹

Ohne an dieser Stelle auf diese Auffassung und die Wechselwirkung zwischen [FIDLEG](#) und Zivilrecht im Allgemeinen eingehen zu wollen,⁸⁰ sei nur Folgendes festgehalten: [Art. 18 FIDLEG](#) regelt *einerseits* Aspekte der Beziehung zwischen Kunde und Finanzdienstleister. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn der Kunde dem Finanzdienstleister Weisungen erteilt oder wenn er vom Finanzdienstleister einen Nachweis der Einhaltung der Ausführungskriterien verlangt.⁸¹ *Andererseits* werden auch Elemente der Betriebsorganisation des Finanzdienstleisters geregelt: So hat der Beaufsichtigte Weisungen über die Ausführung von Kundenaufträgen zu erlassen, sofern er Mitarbeiter beschäftigt.⁸² Ferner hat er Kriterien für die Auswahl des Ausführungsplatzes festzulegen, die er mindestens einmal jährlich zu überprüfen hat.⁸³ Mit anderen Worten: [Art. 18 FIDLEG](#) kommt jedenfalls auch eine eigenständige aufsichtsrechtliche Dimension zu, weshalb die Bestimmung schon aus diesem Grund nicht ausschliesslich dem materiellen Privatrecht zugeordnet werden kann.⁸⁴ *Ohnehin* wird mit der

GesKR 2020 S. 36, 43

⁷³ Siehe Botschaft 2015 (FN 64), 8921.

⁷⁴ Siehe Thomas Jutzi/Fabian Eisenberger, Das Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht im Finanzmarktrecht. Informationspflichten an der Schnittstelle von [FIDLEG](#) und [OR](#), [AJP 2019, 6 ff.](#), 13, 16 f.

⁷⁵ Vgl. Art. 8 Abs. 1 E-[FIDLEG](#) in der Fassung des Ständerats: «Finanzdienstleister müssen beim Erbringen von Finanzdienstleistungen die aufsichtsrechtlichen Pflichten nach diesem Titel befolgen. Soweit diese bestehen und erfüllt werden, sind auch identische zivilrechtliche Pflichten erfüllt.» Die abgeänderte Fassung des Nationalrats lautete: «[...] Mit deren Einhaltung sind auch gleichgerichtete zivilrechtliche Pflichten erfüllt.»

⁷⁶ Siehe AmtlBull S 2018 132 und AmtlBull N 610.

⁷⁷ *So auch* Fleur Baumgartner/Hans Caspar von der Crone, Die Pflichten der Finanzdienstleister im Anlagegeschäft – Ein Ausblick auf die künftigen Bestimmungen des [FIDLEG](#). Bundesgerichtsurteil [4A 248/2018 vom 12. September 2018](#), [SZW 2019, 225 ff.](#), 234.

⁷⁸ *So etwa* Matthias Kuert, Verhaltensregeln des [FIDLEG](#) und Privatrecht im Lichte des Gesetzgebungsverfahrens, [AJP 2018, 1352 ff.](#), 1356 ff.; Jutzi/Eisenberger (FN 74), 16; Lukas Fahrländer, Dienstleistungsketten beim Erbringen von Finanzdienstleistungen: Aufsichtsrechtliche Erfassung durch das [FIDLEG](#) und vertragsrechtliche Haftung der Depotbank, [SZW 2018, 474 ff.](#), 483; Guillaume Braidı, La classification des clients selon la loi des services financiers, [SZW 2018, 486 ff.](#), 494; Susan Emmenegger/Thirza Döbeli, Bankgeschäfte nach der Krise: Safer, simpler, fairer?, [SZW 2018, 639 ff.](#), 649; Benedikt Maurenbrecher, Privatrechtliche Haftung für die Verletzung aufsichtsrechtlicher Vorschriften, in: Rolf H. Weber et al. (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone, Zürich 2017, 555 ff., 583, 586 f.; *a.M.* Flavio Amado, Die Verhaltensregeln des [FIDLEG](#) zwischen Aufsichts- und Zivilrecht, [AJP 2018, 990 ff.](#), 998 f., wonach der Gesetzgeber die Frage nach dem Verhältnis zwischen [FIDLEG](#) und Privatrecht der Gerichtspraxis überlassen hat. *Ferner* Abegglen/Luterbacher (FN 66), 467 f., wonach die Kundensegmentierung des [FIDLEG](#) stark auf das Zivilrecht ausstrahlt und sogar direkte zivilrechtliche Wirkungen auslösen kann.

⁷⁹ Baumgartner/von der Crone (FN 77), 235.

⁸⁰ Mit dieser Thematik befasst sich ein Beitrag von Sandro Abegglen anlässlich eines Referats zum Thema vor dem Zürcher Juristenverein vom 6. Februar 2020 (die Präsentation ist verfügbar unter <https://www.nkf.ch/team/sandro-abegglen/> [zuletzt besucht am 31. Januar 2020]); der Beitrag erscheint voraussichtlich im Sommer 2020 in der Zeitschrift für Schweizerisches Recht (ZSR).

⁸¹ [Art. 21 Abs. 2 und 3 FIDLEV](#).

⁸² [Art. 18 Abs. 3 FIDLEG](#).

⁸³ [Art. 21 Abs. 1 und 4 FIDLEV](#).

⁸⁴ Siehe Baumgartner/von der Crone (FN 77), 235: «Im Übrigen kommt eine privatrechtliche Qualifikation der Bestimmungen des [FIDLEG](#) nur dort in Frage, wo der Gesetzgeber *zweifelsfrei* die Beziehung zwischen Finanzdienstleister und Kunde regelt.» (Hervorhebung durch die Verfasser).



aufsichtsrechtlichen BEX-Pflicht nicht nur der einzelne Kunde des Finanzdienstleisters, sondern dessen Kundschaft als Ganzes geschützt, hat der Finanzdienstleister doch auch das Prinzip der Gleichbehandlung der Kunden bei der Auftragsausführung zu respektieren (siehe sogleich).⁸⁵

1.3 Schutzzweck

Das [FIDLEG](#) bezweckt u.a. den Schutz von Kundinnen und Kunden von Finanzdienstleistungen ([Art. 1 Abs. 1 FIDLEG](#)). Als Kunden gelten Gläubiger, Anleger und Versicherte, für die ein Finanzdienstleister eine Finanzdienstleistung erbringt. Das [FIDLEG](#) soll die Kunden nicht unmittelbar vor einem Kapitalverlust anlässlich der Insolvenz eines Finanzdienstleisters – dafür sind andere Erlasse wie das [BankG](#), [FINIG](#), [KAG](#) oder [FinfraG](#) da –, sondern vor unlauterem Geschäftsgebaren der Marktteilnehmer schützen.⁸⁶ Der *Kundenschutz* des [FIDLEG](#) beruht auf dem massvollen Ausbau des vorherrschenden Informations- und Transparenzmodells und der bestehenden Verhaltensregeln, damit Kunden selbständige Entscheidungen der Vermögensanlage treffen können.⁸⁷ Das Gesetz soll nach Ansicht des Bundesrates den Kunden nicht auf eine paternalistische Odyssee schicken, indem dem Finanzdienstleister oder Kunden etwa Vertriebs- bzw. Produktverbote auferlegt werden.⁸⁸ Die Botschaft versteht den Kundenschutz im vorgenannten Sinne als *Kollektivkundenschutz*, d.h. als Schutz einer grösseren Zahl von für die Finanzmarktaufsicht wesentlichen Individualinteressen.⁸⁹ Dass [Art. 18 FIDLEG](#) auch eine Individualschutzfunktion zukommt, scheint aber mit Blick auf eine Entscheidung des Bundesgerichts, in der es den Individualschutzcharakter von [Art. 11 BEHG obiter](#) bejahte, nicht ausgeschlossen.⁹⁰ So oder so betrachtet sich auch die FINMA zu Recht *nicht* als Individualanlegerschutzbehörde.⁹¹ Streitigkeiten zwischen Kunden und Finanzdienstleistern bzw. zwischen Finanzdienstleistern sind selbstverständlich ausschliesslich im Zivil- oder Schiedsprozess zu entscheiden ([Art. 87 Abs. 3 FIDLEG](#)).⁹² Der *Schutzzweck* von [Art. 18 FIDLEG](#) besteht demnach im Schutz des berechtigten Vertrauens der Kunden in die sorgfältige und professionelle Ausführung von Aufträgen sowie in der Gleichbehandlung und Nichtbenachteiligung der Kunden durch den Finanzdienstleister. Anders als zu [Art. 27 MiFID II](#) (Richtlinie 2014/65/EU) bestehen im Übrigen nur wenige Hinweise, dass der Bundesrat bzw. der Gesetzgeber mit der Rechtsnorm auch den (Preis-)Wettbewerb unter den Ausführungsplätzen fördern wollte.⁹³

2. Geltungsbereich

2.1 Persönlicher Geltungsbereich

a. Finanzdienstleister

Anders als die BEX-Bestimmungen im [BEHG](#) und altKAG knüpft [Art. 18 FIDLEG](#) formal nicht mehr an spezifische Bewilligungsträger im Rahmen des Effektenhandels sowie der kollektiven Kapitalanlage an.⁹⁴ [Art. 18 FIDLEG](#) gilt vom Wortlaut her vielmehr sektorübergreifend für alle Personen in ihrer Funktion als

⁸⁵ Prof. Hans Caspar von der Crone bezeichnet darum [Art. 18 FIDLEG](#) als *eine das Privatrecht übersteuernde öffentlich-rechtliche Bestimmung*, vgl. Videobeitrag vom 21. Oktober 2019, <https://www.aktienrechtplus.ch/> (zuletzt besucht am 31. Januar 2020).

⁸⁶ Botschaft 2015 (FN 64), 8940.

⁸⁷ Botschaft 2015 (FN 64), 8940; hierzu ausführlich bereits Jean-Baptiste Zufferey, (De -, re-, sur-, auto-, co-, inter-) réglementation en matière bancaire et financière, ZSR 2004 II, 479 ff., 546 ff.

⁸⁸ Botschaft 2015 (FN 64), 8941.

⁸⁹ Botschaft 2015 (FN 64), 8952: «[Die FINMA] geht gegen festgestellte Verletzungen nur vor, wenn diese die aufsichtsrechtlich relevante Schwelle überschreiten, indem sie sich etwa wiederholt ereignen oder eine breite Kundenbasis berühren können.»; *ebenso* Maurenbrecher (FN 78), 585 m.w.N.

⁹⁰ BGer [4A 213/2010, E. 4](#). Zu dieser und der damit zusammenhängenden Frage, ob die Verhaltensnormen des [FIDLEG](#) Schutznormen i.S. von [Art. 41 OR](#) sind, vgl. das Referat zum Thema vor dem Zürcher Juristenverein vom 6. Februar 2020 sowie den geplanten Beitrag in der ZSR (FN 80).

⁹¹ Siehe FINMA, <https://www.finma.ch/de/finma/ziele/> (zuletzt besucht am 31. Januar 2020): «Gläubiger, Anleger und Versicherte sollen vor Insolvenzen von Instituten, vor unlauteren Geschäftspraktiken und vor Ungleichbehandlung im Börsenbereich bewahrt werden. Dieses Schutzziel der FINMA ist *kollektiv* zu verstehen. [...] Dies sicherzustellen, ist eine der Kernaufgaben der FINMA. Als Einzelpersonen müssen Kunden von Finanzdienstleistern ihre individuellen Interessen bzw. Forderungen auf anderen Wegen einfordern [...]» (Hervorhebung durch die Verfasser).

⁹² Vgl. bzgl. (abgelehnter) Parteistellung eines Bankkunden im Verwaltungsverfahren vor der FINMA [BGE 139 II 279, E. 2.3, 4.2](#); siehe ferner Roth, Art. 11 N 20 f.

⁹³ Siehe lediglich die Hinweise in der Botschaft 2015 (FN 64), 8941.

⁹⁴ Siehe [Art. 2 f. BEHV](#) und Art. 13 Abs. 2 altKAG.



Finanzdienstleister. Als solche gelten gemäss [Art. 3 lit. d FIDLEG](#) Personen, die gewerbsmässig Finanzdienstleistungen in der Schweiz oder für Kunden in der Schweiz erbringen. Materiell ist dies indessen falsch, da von Ausnahmen abgesehen nur Wertpapierhäuser das Geschäft tätigen dürfen, nämlich den Kundenhandel, wo BEX direkt zur Anwendung gelangt. Im Kontext von [Art. 11 BEHG](#) unterscheiden Praxis und Lehre in erster Linie zwischen Kunden- und Eigenhändlern, wobei nach umstrittener, aber wie soeben begründet einzig richtiger Auffassung nur *Kundenhändler* die Verhaltenspflichten einzuhalten haben.⁹⁵ Diese Unterscheidung ist insofern weiterhin bedeutsam, als dass eine Person, die als Eigen-

GesKR 2020 S. 36, 44

händler gemäss [Art. 41 lit. b FINIG](#) in eigenem Namen und auf eigenes Risiko Effekten erwirbt oder veräussert, *nicht* als Finanzdienstleister gelten kann, da sie keine Finanzdienstleistungen für Kunden erbringt (vgl. [Art. 3 lit. c FIDLEG](#)). [Art. 18 FIDLEG](#) ist darum nur auf Fälle anwendbar, in denen der Finanzdienstleister aufgrund eines Vertragsverhältnisses zu einem Kunden einen Kundenauftrag ausführt bzw. übermittelt (siehe unten, Ziff. V.2.3b).

An der Ausführung eines Kundenauftrages sind regelmässig *mehrere Intermediäre* beteiligt. Dies trifft insbesondere dort zu, wo der Finanzdienstleister, wie etwa eine Regionalbank oder Sparkasse, oder ein bankunabhängiger Vermögensverwalter (siehe unten, Ziff. V.8.1) nicht über die notwendigen technischen Systeme verfügen bzw. keinen unmittelbaren Zugang zum Ausführungsplatz haben. Die Literatur zu [Art. 11 BEHG](#) unterscheidet nicht zwischen direkten und indirekten Kunden der involvierten Effektenhändler; ein vom Kundenhändler beauftragter *Drittbroker* schuldet darum dem Endkunden keine BEX.⁹⁶ In diesem Sinne und im Einklang mit der Kundenschutzfunktion des [FIDLEG](#) (siehe oben, Ziff. V.1.3) ist u.E. Adressat von [Art. 18 FIDLEG](#) lediglich die Person, die Finanzdienstleistungen für den *Endkunden* erbringt.⁹⁷ Die BEX-Pflicht gilt folglich *nicht* im Verhältnis des Finanzdienstleisters zu den Intermediären, die mit ihm zwecks Ausführung des Kundenauftrages als Gegenpartei bzw. Vertragspartei kontrahieren, oder zur zentralen Gegenpartei des Ausführungsplatzes im Sinne von [Art. 48 FinfraG](#), mit welcher er ein Kaufgeschäft abschliesst.⁹⁸ Diese zur Ausführung beigezogenen Intermediäre dürfen sich aufsichtsrechtlich auf eine sorgfältige und professionelle Ausführung des Auftrages durch den Finanzdienstleister des Endkunden verlassen.⁹⁹

b. Kundenberater, Emittent, Ersteller, Anbieter

Bei *Kundenberatern* handelt es sich um natürliche Personen, die im Namen eines Finanzdienstleisters oder selbst als Finanzdienstleister Finanzdienstleistungen erbringen ([Art. 3 lit. e FIDLEG](#)). Soweit ein Kundenberater nicht selbst als Finanzdienstleister tätig ist, ist er nicht unmittelbar Adressat der BEX-Pflicht. Er kann stattdessen als Mitarbeiter des Finanzdienstleisters im Sinne von [Art. 18 Abs. 3 FIDLEG](#) qualifizieren.

⁹⁵ *Gl.M.* Urs Zulauf, Les règles de conduite des négociants dans la nouvelle loi suisse sur les bourses: de vieilles recettes mises au goût du jour?, in: Luc Thévenoz (Hrsg.), Journée 1995 de droit bancaire et financier, Bern 1995, 25 ff., 27 f.; Luc Thévenoz, Les règles de conduite des négociants, SZW 1997 (Sonderheft), 20 ff., 22; Wyss (FN 21), 116; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 13; EBK-Bull 51/2008, 40 («im Verhältnis zu den Kunden»); Portmann (FN 6), N 291 f.; *a.A. offenbar* Eggen (FN 37), 632 FN 65 unter Berufung auf BGer [4A 213/2010, E. 4](#); Isabelle Romy/Olivier Bloch, Les devoirs d'information du banquier a la lumie re de la jurisprudence fe de rale re cente, in: Peter Gauch et al. (Hrsg.), Mélanges en l'honneur de Pierre Tercier, Genf 2008, 647 ff., 649 f.; *wohl auch* Zufferey (FN 87), 553.

⁹⁶ Siehe Roth, Art. 11 N 10, 70; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 21a; betreffend Handelsplatz siehe Portmann (FN 6), N 325 ff.; *a.M.* Wyss (FN 21), 116, 126 ff.; *differenzierend* Zulauf (FN 95), 28, 34. Eine vergleichbare rechtliche Situation liegt bei Stellvertretungsverhältnissen hinsichtlich der Durchführung der Angemessenheits- und Eignungsprüfung vor (vgl. [Art. 16 FIDLEV](#)).

⁹⁷ Siehe Eidgenössisches Finanzdepartement, Erläuterungen zur Finanzdienstleistungsverordnung ([FIDLEV](#)), Finanzinstitutsverordnung ([FINIV](#)) und Aufsichtsorganisationenverordnung ([AOV](#)), 6. November 2019, 19: «Das Gesetz will den Endkunden schützen und nicht den prudenziell beaufsichtigten Finanzdienstleister.»

⁹⁸ Dies gilt i.d.R. ohnehin bereits darum, weil Geschäfte zwischen institutionellen Kunden nicht von [Art. 18 FIDLEG](#) erfasst sind (siehe unten Ziff. V.7.1).

⁹⁹ Allenfalls können die vom Finanzdienstleister mit der Ausführung des Kundenauftrages betrauten Intermediäre gestützt auf die Regeln zur Substitution ([Art. 399 Abs. 3 OR](#)) oder aufgrund eines Vertrages zugunsten Dritter ([Art. 112 OR](#)) gegenüber dem Endkunden privatrechtlich haftbar werden; vgl. hinsichtlich des mehrgliedrigen Überweisungsverkehrs [BGE 121 III 310, E. 4](#); ferner BGer [4A 10/2013, E. 4](#).



Emittenten von Effekten und *Ersteller* von Finanzinstrumenten gemäss [Art. 3 lit. f und i FIDLEG](#) fallen nicht in den persönlichen Geltungsbereich von [Art. 18 FIDLEG](#), soweit sie nicht gewerbsmässig Finanzdienstleistungen für Kunden erbringen.¹⁰⁰ Auch *Anbieter* von Effekten, die bei einer Emission von Aktien und Anleihen oft aus einem für den Emittenten kommissionsweise handelnden oder festübernehmenden Bankenkonsortium bestehen, müssen nur insoweit die BEX-Vorgaben einhalten, als dass sie Finanzdienstleistungen für Kunden erbringen (siehe zum Primärmarkt unten, Ziff. 2.3d).

2.2 Räumlicher Geltungsbereich

a. Grundsatz

In den räumlichen Geltungsbereich des [FIDLEG](#) fallen Finanzdienstleistungen, die *in der Schweiz oder für Kundinnen und Kunden in der Schweiz* erbracht werden.¹⁰¹ Damit gilt eine Kombination aus Territorialitäts- und Auswirkungsprinzip.¹⁰² Eine *in der Schweiz* erbrachte Finanzdienstleistung liegt gemäss den Erläuterungen des Eidgenössischen Finanzdepartements vor, (1) wenn – was ohnehin selbstverständlich ist – der Finanzdienstleister in der Schweiz im Handelsregister eingetragen ist oder hier seinen Wohnsitz hat, (2) wenn – wiederum ohnehin selbstverständlich – er als ausländischer Finanzdienstleister in der Schweiz zumindest eine faktische Zweigniederlassung oder Vertretung betreibt, oder (3) wenn – unzutreffend und zu streng im Vergleich zur bisherigen Praxis der FINMA zur Frage, wann ein *permanent establishment* vorliege – er als ausländischer Finanzdienstleister «tageweise» [sic] Kundenberater in die Schweiz schickt, die hier etwa in Form von *Road Shows* Kunden ansprechen.¹⁰³

GesKR 2020 S. 36, 45

b. Cross-border inbound

Die Ausführung von Kundenaufträgen durch *ausländische* Finanzdienstleister fällt vorbehaltlich der nachfolgend erwähnten Ausnahme unter [Art. 18 FIDLEG](#), wenn die damit zusammenhängenden Finanzdienstleistungen *für Kunden mit Wohnsitz oder Sitz in der Schweiz* erbracht werden.¹⁰⁴ Die Kundenberater eines nicht prudenziell beaufsichtigten ausländischen Finanzdienstleisters werden sich zudem bei Finanzdienstleistungen gegenüber Privatkunden in das Beraterregister eintragen lassen müssen,¹⁰⁵ was aber im Bereich des Kundenhandels kaum je der Fall sein dürfte, da auch nach ausländischem Recht dieses Geschäft regelmässig nur von prudenziell regulierten Wertpapierfirmen ausgeübt werden darf.

Cross-border inbound erbrachte Finanzdienstleistungen gelten als nicht in der Schweiz (korrekt wäre: «nicht für Kunden in der Schweiz») erbrachte Finanzdienstleistungen, wenn eine *sog. reverse solicitation* gemäss [Art. 2 Abs. 2 FIDLEG](#) vorliegt, und sind in diesem Fall von der Anwendbarkeit des [FIDLEG](#) ausgenommen. Über die Gesetzeskonformität dieser Verordnungsbestimmung liesse sich streiten, indessen ist sie sachgerecht und entspricht der passiven Dienstleistungsfreiheit, wie sie z.B. Deutschland unter MiFID II anwendet. Schliesslich muss ein ausländischer Finanzdienstleister in seiner Funktion als Teilnehmer eines Schweizer Handelsplatzes (*remote member*) [Art. 18 FIDLEG](#) nicht beachten, denn er hat u.a. bereits die der Schweizer Regulierung gleichwertigen ausländischen Verhaltenspflichten zu erfüllen (*sog. substituted compliance*, vgl. [Art. 40 Abs. 1 lit. b FinfraG](#)).¹⁰⁶

¹⁰⁰ Die *Eigen- bzw. Selbstemission* von Beteiligungspapieren oder Anleiheobligationen fällt nur ausnahmsweise in den Anwendungsbereich des Finanzmarktrechts (vgl. [BGE 136 II 43, E. 7.3.1](#); BGer [2C 571/2018, E. 4.3](#)). Mangels Erbringung einer Finanzdienstleistung für einen Kunden (Veräusserung in eigenem Namen für eigene Rechnung) und im Übrigen auch mangels Gewerbsmässigkeit solcher Emissionstätigkeiten sind auch die Verhaltensregeln des [FIDLEG](#) nicht anwendbar auf Gesellschaften, die Beteiligungspapiere oder Anleiheobligationen begeben.

¹⁰¹ Siehe [Art. 3 lit. d FIDLEG](#).

¹⁰² Siehe hierzu [BGE 133 II 331, E. 6.1](#).

¹⁰³ EFD (FN 97), 18. Vgl. auch Rashid Bahar/Bianca Nedwed, Grenzüberschreitendes Angebot von Finanzdienstleistungen und -produkten? Die Eidgenossenschaft schlägt zurück, [SZW 2019, 618 ff.](#), 627 FN 80, welche die Auffassung des EFD hinsichtlich Punkt (3) ebenfalls kritisieren.

¹⁰⁴ So kann bspw. die Vermittlungstätigkeit eines *Introducing Broker*, der für einen ausländischen Finanzdienstleister Kundenaufträge vermittelt, in den räumlichen Geltungsbereich von [Art. 18 FIDLEG](#) fallen, sofern eine Finanzdienstleistung vorliegt (man beachte ausserdem die allenfalls einschlägige Bewilligungspflicht in [Art. 58 Abs. 1 FINIG](#) für Vertretungen ausländischer Finanzinstitute).

¹⁰⁵ [Art. 28 Abs. 1 und 2 FIDLEG](#) i.V.m. [Art. 31 FIDLEG](#).

¹⁰⁶ *Gl.M.* SK [FinfraG](#)-Leisinger, Art. 40 N 15 f., Zürich 2017; ferner BSK [BEHG/FINMAG](#)-Bahar/Stupp, Art. 11 N 14, nach denen der Anlegerschutz bei ausländischen Teilnehmern i.d.R. ohnehin zweitrangig sei.



c. Cross-border outbound

Es ist unter Gesichtspunkten von [Art. 18 FIDLEG](#) unbeachtlich, ob ein Schweizer Finanzdienstleister den Auftrag für einen Kunden *mit Wohnsitz oder Sitz in der Schweiz* oder *für einen solchen im Ausland* ausführt. Es ist ferner nicht relevant, ob derselbe Finanzdienstleister den Kundenauftrag im In- oder Ausland ausführt bzw. über einen Intermediär im In- oder Ausland ausführen lässt. So findet [Art. 18 FIDLEG](#) auch Anwendung auf Transaktionen, die ein Schweizer Finanzdienstleister an europäischen oder US-amerikanischen Märkten ausführt bzw. ausführen lässt. Zu beachten ist selbstverständlich, dass Finanzdienstleister in solchen Fällen je nach Ausgestaltung der ausländischen Regulierung *zusätzlich* im Land der Ausführung u.U. lokale Vorschriften einzuhalten haben.¹⁰⁷

2.3 Sachlicher Geltungsbereich

a. Finanzdienstleistung

Der Begriff der *Finanzdienstleistung* wird in [Art. 3 lit. c FIDLEG](#) definiert: Darunter fallen namentlich der Erwerb oder die Veräusserung von Finanzinstrumenten (Ziff. 1), die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Finanzinstrumente zum Gegenstand haben (Ziff. 2), die Verwaltung von Finanzinstrumenten (Vermögensverwaltung; Ziff. 3), die Erteilung von persönlichen Empfehlungen, die sich auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen (Anlageberatung; Ziff. 4) sowie die Gewährung von Krediten für die Durchführung von Geschäften mit Finanzinstrumenten (Ziff. 5). Demgegenüber handelt es sich bei *Corporate Finance Services* sowie Dienstleistungen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen (*M&A*) und bei der Übernahme und Platzierung von Finanzinstrumenten nicht um Finanzdienstleistungen.¹⁰⁸

Finanzdienstleister müssen gemäss [Art. 18 Abs. 1 FIDLEG](#) die Einhaltung der BEX-Pflicht «bei der Ausführung der Aufträge» ihrer Kunden sicherstellen. Der Wortlaut der Bestimmung würde, wenn untechnisch gelesen, einen sehr weiten sachlichen Geltungsbereich eröffnen. Der Regelungsgegenstand des [FIDLEG](#) ist allerdings – hier interessierend – auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen beschränkt.¹⁰⁹ Der Geltungsbereich von [Art. 18 FIDLEG](#) erfasst darum lediglich die Ausführung von Kundenaufträgen *im Zusammenhang mit der Erbringung von Finanzdienstleistungen für Kunden*.

Dies ist in erster Linie beim «Erwerb oder der Veräusserung von Finanzinstrumenten» sowie – in einem weiteren Sinne – auch bei der «Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Finanzinstrumente zum Gegenstand haben», der Fall. Die BEX-Pflicht gilt ausserdem auch dort, wo der Finanzdienstleister Portfoliodienstleistungen erbringt und selbständig Aufträge ausführt bzw. an einen Intermediär übermittelt. Allerdings schuldet er *keine technische BEX*, wenn er ausschliesslich als Vermögensverwalter oder Verwalter von Kollektivvermögen tätig ist (siehe unten, Ziff. V.8.1). Nicht einschlägig ist die Bestimmung, wenn der Finanzdienstleister aus-

GesKR 2020 S. 36, 46

schliesslich Anlageempfehlungen erteilt und die daraus resultierenden Kundenaufträge nicht selbst ausführt bzw. nicht an andere Intermediäre übermittelt.

b. Ausführung eines Kundenauftrages

Mit dem Begriff des Kundenauftrages verbunden ist die Voraussetzung eines *Vertragsverhältnisses* zwischen Kunde und Finanzdienstleister,¹¹⁰ das indessen theoretisch (von speziellen Situationen vielleicht abgesehen werden keine Bank und kein Wertpapierhaus den Kundenhandel ohne jede schriftliche Vereinbarung mit dem Kunden ausüben) auch bloss mündlich oder konkludent begründet werden könnte. Prinzipiell spielt es keine Rolle, auf welcher privatrechtlichen Grundlage ein Kundenauftrag ausgeführt wird, solange im

¹⁰⁷ BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 15 m.w.N.

¹⁰⁸ Art. 3 Abs. 3 lit. a–c [FIDLEV](#).

¹⁰⁹ [Art. 1 Abs. 2 FIDLEG](#). Dagegen beinhaltet das blosses Anbieten von Finanzinstrumenten keine auftragsausführende Komponente (vgl. [Art. 35 ff. FIDLEG](#)).

¹¹⁰ Vgl. hinsichtlich dieses Erfordernisses unter [Art. 11 BEHG](#) Benedikt Maurenbrecher/Stefan Waller, Prospekthaftung und strukturierte Produkte, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IV, Zürich 2009, 55 ff., 78 f. (= EIZ 98).



Einzelfall eine Finanzdienstleistung für den Kunden erbracht wird.¹¹¹ In privatrechtlicher Hinsicht kommt [Art. 18 FIDLEG](#) darum i.d.R. auf alle Rechtsverhältnisse des Auftrags- bzw. Kommissionsrechts zur Anwendung (siehe oben, Ziff. II). Kein Kundenauftrag im Sinne des Gesetzes liegt indessen vor, wenn Finanzdienstleister und Kunde ein *Gegenparteigeschäft* abschliessen (siehe oben, Ziff. II.3). Diese Form der Ausführung kommt etwa bei *OTC*-abgewickelten *Block Trades* oder Primärmarktplatzierungen insbesondere von Schuldpapieren vor.¹¹² In diesen Konstellationen erwartet der Kunde vom Finanzdienstleister zivilrechtlich mangels Fremdnützigkeit der Geschäftsführung kein Tätigwerden in seinem Interesse (siehe oben, Ziff. II.3), weshalb auch aufsichtsrechtlich weder ein sorgfältiges Tätigwerden noch die Wahrung der Kundeninteressen geschuldet sein kann (siehe zum *Four-Fold-Test* unten, Ziff. 7.5).¹¹³ Der Finanzdienstleister erbringt bei Gegenparteigeschäften i.d.R. auch überhaupt *keine Finanzdienstleistung* im Sinne von [Art. 3 lit. c FIDLEG](#), da ein Gegenparteigeschäft definitionsgemäss nicht «für Kundinnen und Kunden» (Hervorhebung durch die Verfasser) erbracht wird.¹¹⁴ Indessen ist davon auszugehen, dass die Praxis der ehemaligen EBK, wonach bei Privatkunden als Faustregel von einem Auftrags- bzw. Kommissionsverhältnis ausgegangen werden kann, auch unter [Art. 18 FIDLEG](#) weiterhin einschlägig ist.¹¹⁵ Es mag aus Sicht des Finanzdienstleisters deshalb sinnvoll sein, seine Kunden bzw. Gegenparteien auf die unterschiedliche aufsichtsrechtliche Behandlung von Kundenaufträgen und Gegenparteigeschäften hinzuweisen.¹¹⁶

c. Finanzinstrumente

Die BEX-Pflicht kommt nur auf Kundenaufträge zur Anwendung, sofern ein Finanzinstrument im Sinne von [Art. 3 lit. a FIDLEG](#) involviert ist. Als *Finanzinstrument* gelten Beteiligungspapiere wie Aktien, Partizipations- und Genussscheine sowie Forderungspapiere – jeweils in der Form von Effekten –, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen, strukturierte Produkte, Derivate gemäss [Art. 2 lit. c FinfraG](#), bestimmte Formen von Einlagen und Anleihenobligationen. Die Verordnung sieht eine Ausnahme für Forderungen aus einem Konto- oder Depotvertrag auf Auszahlung oder physische Lieferung namentlich von Fremdwährungen, Festgeldern oder Edelmetallen vor.¹¹⁷ Andere Vermögenswerte, wie namentlich Devisen bzw. Währungen, Rohstoffe, Immobilien, Gesellschafteranteile, Edelmetalle und Kryptowährungen, wie etwa *Bitcoin* und *Ethereum*, oder Pensionsgeschäfte («Repo») stellen keine Finanzinstrumente im Sinne des [FIDLEG](#) dar.¹¹⁸

Derivatgeschäfte sind nach den BEX-Grundsätzen auszuführen, wenn diese Geschäfte den Derivatebegriff in [Art. 2 lit. c FinfraG](#) erfüllen: Als Derivate gelten demnach Finanzkontrakte, deren Wert von einem oder mehreren Basiswerten abhängt und die kein Kassageschäft darstellen. Der Preis der Finanzkontrakte ist abgeleitet namentlich von (1) Vermögenswerten wie Aktien, Obligationen, Rohstoffen und Edelmetallen oder (2) Referenzwerten wie Währungen, Zinsen und Indizes.¹¹⁹ Während also Währungskassageschäfte nicht vom Geltungsbereich der BEX-Pflicht erfasst sind,¹²⁰ gilt dies nicht für Währungs-

GesKR 2020 S. 36, 47

¹¹¹ Anders als unter [Art. 11 BEHG](#) ist nicht mehr von der Ausführung von Effekten*handels*geschäften (vgl. Art. 2 SBVg-Verhaltensregeln 2008), sondern von der Ausführung von Kundenaufträgen im Rahmen einer Finanzdienstleistung die Rede.

¹¹² Siehe Roth, Art. 11 N 12; Gehrig (FN 39), 57; Sethe/Seiler (FN 21), 443; Eggen (FN 37), 628 f.; Abegglen (FN 17), 127.

¹¹³ *Gl.M.* noch zu [Art. 11 BEHG](#) Portmann (FN 6), N 290; BSK [BEHG/FINMAG](#)-Bahar/Stupp, Art. 11 N 20.

¹¹⁴ Vgl. auch das verwendete Beispiel in EFD (FN 97), 19 (*Verkauf* von Fondsanteilen an eine Bank durch eine kollektive Kapitalanlage).

¹¹⁵ Siehe EBK-Bull 51/2008, 129 f.; EBK-Bull 47/2005, 172 f.: «Von einem Kaufverhältnis zwischen einem Effektenhändler und einem Endkunden (nicht Effektenhändler) kann hingegen nur ausgegangen werden, wenn Elemente der Vertragstehung – die in der Regel über die normalen Absprachen hinsichtlich des Preises und der Menge hinausgehen werden – dies besonders deutlich machen. Für den Kunden muss dabei jederzeit offenkundig sein, dass der Effektenhändler eine im eigenen Interesse handelnde Gegenpartei ist und demnach gerade keine Dienstleistung für den Kunden erbringen soll [...]»

¹¹⁶ Eine solche Information ist u.E. jedoch nicht aufgrund der Informationspflicht von [Art. 8 FIDLEG](#) i.V.m. [Art. 7 FIDLEV](#) geschuldet.

¹¹⁷ Siehe [Art. 3 Abs. 1 FIDLEV](#).

¹¹⁸ Art. 22 altKAG erfasste demgegenüber neben Effektenhandelsgeschäften auch «sonstige Transaktionen».

¹¹⁹ Siehe [Art. 2 Abs. 2 FinfraV](#).

¹²⁰ Es handelt sich bei Devisenkäufen i.d.R. ohnehin um Kaufverträge im Sinne von [Art. 184 ff. OR](#), vgl. BGer [4C.152/2002, E. 2.1](#). *Devisenhändler*, die für ihre Kunden Konten zur Anlage in verschiedenen Währungen führen, fallen allerdings nach der Praxis der FINMA vorbehaltlich der Anwendbarkeit einer Ausnahmebestimmung unter das [BankG](#); siehe FINMA-RS 08/3 «Publikumseinlagen bei Nichtbanken», Rz. 16.2.



swaps und Devisentermingeschäfte. Im Gegensatz zu [Art. 11 BEHG](#), der an den Effektenbegriff bzw. die Beteiligung eines Effektenhändlers anknüpft,¹²¹ ist für die Anwendbarkeit von [Art. 18 FIDLEG](#) nicht mehr massgeblich, ob ein Derivat als Effekte im Sinne von [Art. 2 lit. c FinfraG](#) bzw. [Art. 3 lit. b FIDLEG](#) qualifiziert: Demnach fallen unter die Bestimmung sowohl *standardisierte* Derivate, die i.d.R. als Effekten qualifizieren, als auch solche, die für die Gegenpartei besonders geschaffen werden (*tailormade*).¹²² Dasselbe gilt grundsätzlich auch für strukturierte Produkte. Allerdings ist festzuhalten, dass die BEX-Grundsätze nicht unbesehen auf nicht standardisierte, massgeschneiderte Finanzinstrumente angewendet werden können (siehe unten, Ziff. V.8.2).

Es spielt für die Anwendbarkeit von [Art. 18 FIDLEG](#) keine Rolle, ob es sich um ein *Kassa- oder Termingeschäft* handelt.¹²³ Schliesslich ist es ebenfalls nicht relevant, ob die Finanzinstrumente an einer Börse *kotiert* oder an einem multilateralen Handelssystem (MHS) zum Handel *zugelassen* sind oder an einem organisierten Handelssystem (OHS) *gehandelt* werden.¹²⁴

d. Primär- und Sekundärmarkt

Vorausgesetzt, es liegt eine Finanzdienstleistung vor (siehe oben, Ziff. V.2.3a), ist [Art. 18 FIDLEG](#) auf alle Kategorien von Transaktionen anwendbar, unabhängig davon, ob die Transaktion dem *Primärmarkt* oder *Sekundärmarkt* (inkl. Graumarkt) zuzuordnen ist.¹²⁵ Der Finanzdienstleister muss die BEX-Vorgaben i.d.R. auch beim Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen, der Veräusserung selbst geschaffener Derivate und strukturierter Produkte sowie der Platzierung von Beteiligungspapieren bei Privatkunden im Rahmen eines *Initial Public Offering (IPO)* beachten.¹²⁶ Allerdings hat der Finanzdienstleister bei Primärmarktgeschäften aufgrund der Natur der Transaktionen i.d.R. *nur wenig Einfluss* auf die Ausführungsparameter von Kundenaufträgen (siehe auch unten, Ziff. 7.5).

e. Ausführungsplatz

Der Begriff des Ausführungsplatzes kommt im Gesetz selbst nicht vor. [Art. 21 Abs. 1 FIDLEG](#) führt den Begriff im Zusammenhang mit der Pflicht, die Kriterien für die Wahl des Ausführungsplatzes festzulegen, ein. Nach herkömmlichem Verständnis sind in erster Linie die Börse und das multilaterale Handelssystem (MHS) als Formen des Handelsplatzes im Sinne von [Art. 26 FinfraG](#) und das organisierte Handelssystem (OHS) gemäss [Art. 42 FinfraG](#) sowie ihre ausländischen Äquivalente gemeint (*Ausführungsplätze i.e.S.*).¹²⁷ *Ausführungsplätzen i.w.S.* umfassen sodann Formen der Ausführung ausserhalb von Ausführungsplätzen i.e.S. (*Over-The-Counter, OTC*).¹²⁸ Darunter fällt bspw. auch die Übermittlung des Kundenauftrages an einen Intermediär zwecks Ausführung. Zu denken ist etwa an einen externen Vermögensverwalter, der ein Wertpapierhaus mit der Ausführung eines Kundenauftrages an einem Ausführungsplatz i.e.S. oder der Übermittlung an einen *Drittbroker* betraut.¹²⁹ Ferner fallen auch gewisse Formen des Selbsteintritts darunter (siehe unten, Ziff. V.3.4c). Es gilt allerdings zu beachten, dass der Grossteil des früheren *OTC-Handels* nicht kotierter Aktien in der Schweiz heute über OHS-Plattformen abgewickelt wird.¹³⁰

¹²¹ Vgl. FINMA-RS 08/5 «Effektenhändler», Rz. 37; SBVg (FN 48), N 2; EBK-Bull 51/2008, 39 f.; Peter C. Giger, Der OTC Handel mit Finanzderivaten aus rechtlicher Sicht, Diss. Zürich 1998, 149 (= SSB 49); BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 18; Zobl/Kramer (FN 4), N 800.

¹²² Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz ([FinfraG](#)) vom 3. September 2014, BBl 7483 ff., 7514; siehe hierzu SK [FinfraG-Kramer/Favre](#), Art. 2 lit. c N 4.

¹²³ Vgl. SBVg (FN 48), N 3.

¹²⁴ Vgl. in Bezug auf nicht kotierte Effekten EBK-Bull 47/2005, 170 f.; EBK-Bull 51/2008, 39 f.

¹²⁵ Vgl. EBK-Bull 51/2008, 42; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 18; Zobl/Kramer (FN 4), N 800; Stefan Waller, Das Underwriting Agreement, Diss. Zürich 2010, 151 (= SSFM 94); Silvio Hutterli, Strukturierte Produkte, Diss. St. Gallen 2008, N 410 (= SGFM 3); Thévenoz (FN 95), 22 f.; ausführlich Wyss (FN 21), 117 ff.

¹²⁶ Siehe ferner für öffentliche Platzierungen von Beteiligungspapieren sowie Wandel- und Optionsanleihen am Primärmarkt die SBVg-Zuteilungsrichtlinien für den Emissionsmarkt 2004. Demgegenüber handelt es sich bei der Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne feste Übernahmeverpflichtung um keine Finanzdienstleistung *für die Emittentin bzw. deren Aktionäre* ([Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEG](#)); vgl. hierzu EFD (FN 97), 19 f.

¹²⁷ Vgl. auch Art. 5 SBVg-Verhaltensregeln 2008.

¹²⁸ Vgl. SBVg (FN 48), N 13 f.; Giger (FN 121), 4 ff.; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 18.

¹²⁹ Vgl. SBVg (FN 48), N 14.

¹³⁰ Siehe Simon Bühler, OTC-Handel mit nichtkotierten Aktien, Diss. Zürich 2016, N 562 ff. (= ZStP 270); ferner Hans Caspar von der Crone/Kaspar Projer, Privatplatzierung, Crowdfunding, OTC-Handel – Eine rechtliche Analyse alternativer Wege, in: Dieter Gericke (Hrsg.), *Private Equity V*, Zürich 2016, 46 ff., 57 ff. (= EIZ 175); Jacques Iffland/Ariel Ben Hattar, Les systèmes organisés de négociation, [GesKR 4/2016, 458 ff.](#), 468 f.



2.4 Zeitlicher Geltungsbereich

[FIDLEG](#) und [FIDLEV](#) traten am 1. Januar 2020 in Kraft.¹³¹ Den Finanzdienstleistern wird allerdings zur Einführung der gesetzlichen Verhaltens- und Organisationspflichten aufgrund notwendiger betrieblicher Umsetzungsarbeiten eine Übergangsfrist von zwei Jahren eingeräumt.¹³² [Art. 11 BEHG](#) und Art. 20 und 22 altKAG sowie die dazugehörigen Selbstregulierungen gelten darum weiterhin bis längstens am 31. Dezember 2021.¹³³ Falls ein Finanzdienstleister vor diesem Datum gegenüber der Prüfgesellschaft erklärt, die Bestimmungen des [FIDLEG](#) einhalten zu wollen, kommen ausschliesslich die neuen Verhaltensregeln einschliesslich

GesKR 2020 S. 36, 48

[Art. 18 FIDLEG](#) und, je nach Erklärung, auch die neuen Organisationspflichten zur Anwendung.¹³⁴

3. Inhaltliche Anforderungen

3.1 Bestmögliches Gesamtergebnis

Finanzdienstleister stellen sicher, dass bei der Ausführung der Aufträge ihrer Kundinnen und Kunden das *bestmögliche Ergebnis* in finanzieller, zeitlicher und quantitativer sowie qualitativer bzw. örtlicher Hinsicht erreicht wird ([Art. 18 Abs. 1 FIDLEG](#)). Das «bestmögliche Ergebnis» kann indes nicht nach einem eindeutigen, absoluten Massstab bemessen werden, denn ein solcher existiert nicht. Die Problematik hat sich in den letzten Jahren aufgrund der zugenommenen Fragmentierung der Ausführungsplätze noch verschärft.¹³⁵ Der BEX-Pflicht in [Art. 18 FIDLEG](#) ist u.E. Genüge getan, wenn der Finanzdienstleister unter Berücksichtigung aller relevanten Umstände (insbesondere Kundenweisungen, Marktumfeld, divergierende Kundeninteressen etc.) das *bestmögliche Gesamtergebnis* für seine Kunden zu erreichen *beabsichtigt*.¹³⁶ Die BEX-Pflicht stellt indessen keine inhaltlichen Anforderungen an die Produktpalette des Finanzdienstleisters, namentlich an die Auswahl und Qualität des zu erwerbenden oder veräussernden Finanzinstruments.¹³⁷

3.2 In finanzieller Hinsicht

Vorbehaltlich einer entsprechenden Kundenweisung (siehe unten, Ziff. V.4) sind alle Kundenaufträge in finanzieller Hinsicht zum *bestmöglichen Marktkurs* auszuführen. Bei standardisierten Finanzinstrumenten, die *OTC* gehandelt werden (z.B. im Selbsteintritt), hat der Finanzdienstleister zu einem Kurs auszuführen, der dem Marktkurs entspricht. Abweichungen zum Marktkurs, die im Sinne eines bestmöglichen *Gesamtergebnisses* gerechtfertigt sind (z.B. bei Blocktransaktionen), sind dem Kunden unaufgefordert offenzulegen.¹³⁸ Die Bestimmung eines Marktkurses bei illiquiden Finanzinstrumenten ist regelmässig nicht einfach, kann aber allenfalls durch entsprechende Anfragen unverbindlicher Preisofferten bei anderen Marktteilnehmern (sog. *Requests for Quote, RFQ*) oder verbindlicher Kurse bei einem *Market Maker* erfolgen (siehe zu massgeschneiderten Finanzinstrumenten unten, Ziff. V.8.2).¹³⁹ Bei Aufträgen betreffend illiquide

¹³¹ [Art. 112 FIDLEV](#).

¹³² Mit Ausnahme von [Art. 19 FIDLEG](#) betreffend *Securities Lending*.

¹³³ [Art. 105 Abs. 3 und Art. 106 Abs. 3 FIDLEV](#). Vgl. hierzu die Übersicht bei Sandro Abegglen/Luca Bianchi, Countdown at the Point of Sale – Final Version of Financial Services Ordinance Published, [CapLaw-2019-52](#).

¹³⁴ [Art. 105 Abs. 2 und Art. 106 Abs. 2 FIDLEV](#).

¹³⁵ Siehe ausführlich hierzu Heinz Zimmermann, Einfluss der modernen Informatik auf die Kapitalmarkt-Stabilität/Effektenhandel im technologischen und regulatorischen Umbruch, in: Brigitte Stöbel-Aerni (Hrsg.), Finanzmärkte im Banne von Big Data, Zürich 2012, 95 ff., 100 ff.

¹³⁶ Siehe Botschaft 2015 (FN 64), 8961: «Der Finanzdienstleister *strebt* bei der Ausführung das bestmögliche *Gesamtergebnis* des jeweiligen Auftrags *an*.» (Hervorhebungen durch die Verfasser); vgl. auch ESMA, Questions and Answers, On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 4. Dezember 2019, 18: «This overarching requirement should *not* be interpreted to mean that a firm must obtain the best possible results for its clients *on every single occasion*.» (Hervorhebungen durch die Verfasser)

¹³⁷ Siehe hierzu die Vorgaben zur Angemessenheits- und Eignungsprüfung in [Art. 10 ff. FIDLEG](#).

¹³⁸ Vgl. SBVg (FN 48), N 13, 15; hierzu Roth, Art. 11 N 131 f., 142; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 69 f.; Bühler (FN 130), N 605 ff.; hinsichtlich der Bewertung von *OTC*-gehandelten Optionen auf börsenkotierte Effekten BGer [4A_547/2012, E. 4.2](#).

¹³⁹ Siehe BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 70; Gehrig (FN 39), 63.



Finanzinstrumente trifft den Finanzdienstleister eine erhöhte Sorgfaltspflicht hinsichtlich der Plausibilisierung von Preisofferten.¹⁴⁰

Finanzdienstleister müssen gemäss [Art. 18 Abs. 2 FIDLEG](#) nicht nur den Preis bzw. Kurs des Finanzinstruments, sondern auch die mit der Ausführung des Auftrages verbundenen Kosten berücksichtigen. Als *explizite Kosten* gelten die Gebühren für die Durchführung und Abwicklung eines Kundenauftrages, wie namentlich (i) Kommissionen bzw. Courtagen, die der Finanzdienstleister für eigene Ausführungsleistungen berechnet, wie auch solche, die dem Finanzdienstleister von anderen Intermediären für ihre Ausführungsleistungen in Rechnung gestellt werden, (ii) Handelsplatzgebühren, (iii) staatliche Abgaben, wie etwa Stempelabgaben, und (iv) Spesen.¹⁴¹ Finanzdienstleister müssen darüber hinaus auch *implizite Kosten* berücksichtigen, wie namentlich die Spanne zwischen Geld- und Briefkursen eines Finanzinstruments (*Bid-Ask Spread*), die Bestandteil des Marktkurses ist und je nach Liquidität des jeweiligen Ausführungsplatzes für dasselbe Finanzinstrument unterschiedlich hoch ausfallen kann. Explizite und implizite Kosten bilden die *Transaktionskosten* eines Kundenauftrages.¹⁴² Gebühren und Kosten darf der Finanzdienstleister laut Botschaft allerdings nur dann für die Erfüllung der BEX-Pflicht berücksichtigen, wenn er sie an die Kunden weitergibt.¹⁴³ Diese Formulierung ist insofern missverständlich, als dass der Finanzdienstleister bei der Beurteilung der Einhaltung der BEX-Pflicht selbstredend weder fiktive Ausgaben dem Kunden weiterbelasten darf noch tatsächliche Ausgaben, die er nicht weiterbelasten möchte, berücksichtigen muss.¹⁴⁴ Letztlich ist für den Kunden ohnehin nur die effektive *Gesamtkostenbelastung* wesentlich.¹⁴⁵

GesKR 2020 S. 36, 49

Die Parteien können die Höhe und die Modalitäten der Entschädigung des Finanzdienstleisters frei bestimmen.¹⁴⁶ Daraus folgt, dass der Finanzdienstleister seine *eigene* Kommission nicht mit derjenigen anderer Anbieter vergleichen muss. Ferner können der Kunde und der Finanzdienstleister anstelle einer detaillierten Transaktionskostenabrechnung eine *Kostenpauschale*¹⁴⁷ oder eine *Netto-Vereinbarung*¹⁴⁸ als Abrechnungsmodalitäten bestimmen, soweit sich diese an den BEX-Grundsätzen orientieren.¹⁴⁹ Solche Vereinbarungen stehen dem Nachweis des Finanzdienstleisters nach [Art. 21 Abs. 3 FIDLEG](#) nicht entgegen. Der Vollständigkeit halber sei hier erwähnt, dass der Finanzdienstleister den Kunden spätestens vor der erstmaligen Erbringung der Finanzdienstleistung auf die Kosten, die beim Erwerb oder der Veräusserung von Finanzinstrumenten entstehen können, hinzuweisen hat.¹⁵⁰

Der Finanzdienstleister hat zudem *Entschädigungen Dritter* nach [Art. 26 Abs. 3 FIDLEG](#) in seine Berechnung miteinzubeziehen ([Art. 18 Abs. 2 FIDLEG](#)). Als Entschädigungen Dritter gelten Leistungen, die dem Finanzdienstleister im Zusammenhang mit der Erbringung einer Finanzdienstleistung von Dritten zufließen, insbesondere Courtagen (z.B. in Form einer Vermittlungsentschädigung), Kommissionen, Provisionen, Rabatte oder sonstige vermögenswerte Vorteile. Es handelt sich bei diesen Leistungen nicht um Transaktionskosten i.e.S. Falls diese Drittschädigungen an den Kunden weitergegeben werden,¹⁵¹ sind sie unter Gesichtspunkten von [Art. 18 FIDLEG](#) nicht relevant. Falls sie demgegenüber vom

¹⁴⁰ Siehe EBK-Bull 35/1998, 19; ferner Gehrig (FN 39), 63.

¹⁴¹ Roth, Art. 11 N 143.

¹⁴² Eine Übersicht relevanter Transaktionskosten findet sich bei Jean-René Giraud/Catherine d'Hondt, Cash Equity Transaction Cost Analysis. State of the art ... and beyond, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre 2008, 5 ff., <https://www.edhec.edu/en/publications/cash-equity-transaction-cost-analysis> (zuletzt besucht am 31. Januar 2020).

¹⁴³ Botschaft 2015 (FN 64), 8961.

¹⁴⁴ *Ähnlich* Daniel Baumann, Verhaltensregeln im Finanzmarktrecht, Diss. Bern, Zürich 2018, N 434 (= SSFM 127), der von «versteckten Kosten» spricht.

¹⁴⁵ *So auch* Monika Roth, Das Dreiecksverhältnis Kunde – Bank – Vermögensverwalter, 2. Aufl., Zürich 2013, N 119.

¹⁴⁶ BSK [OR I-Lenz/von Planta](#), Art. 432 N 2; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 93; Roth, Art. 11 N 146. Das Bundesgericht erachtete allerdings eine Kommission von 35 % der Gesamtkosten bei Optionsgeschäften als Verstoß gegen die Treuepflicht in [Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG](#); siehe EBK-Bull 40/2000, 113 f.

¹⁴⁷ Vgl. Art. 7 Abs. 2 SBVg-Verhaltensregeln 2008.

¹⁴⁸ *Netto-Vereinbarungen* sind Abmachungen eines im Voraus bestimmten Zu- bzw. Abschlags (*mark up* bzw. *mark down*) auf dem Ausführungspreis, wodurch dem Kunden lediglich ein einziger Gesamtpreis, der auch die Transaktionskosten enthält, mitgeteilt wird; vgl. SBVg (FN 48), N 17.

¹⁴⁹ Zu den aufsichtsrechtlichen Bedingungen an solche Vereinbarungen siehe EBK-Bull 51/2008, 134 f.; Watter (FN 10), 191 ff.; Gehrig (FN 39), 64; Roth, Art. 11 N 144 ff.; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 78, ferner N 93.

¹⁵⁰ Vgl. [Art. 8 f. FIDLEG](#) und insbesondere [Art. 8 Abs. 1 FIDLEG](#).

¹⁵¹ Weitergabe nach [Art. 26 Abs. 1 lit. b FIDLEG](#).



Finanzdienstleister im Einklang mit den Voraussetzungen in [Art. 26 Abs. 1 und 2 FIDLEG](#) einbehalten werden dürfen, ist ihnen im Rahmen der Beurteilung des bestmöglichen Gesamtergebnisses Rechnung zu tragen, was man mit der Formel «*Retroverzicht ungleich Treueverzicht*» zusammenfassen kann.¹⁵² Der Finanzdienstleister muss bspw. *Rabatte*, die er aufgrund des in der Vergangenheit getätigten Transaktionsvolumens von Dritten erhält und deren Gewährung auch künftig zu erwarten ist, bei den betreffenden Kunden anteilmässig berücksichtigen. Dies setzt allerdings voraus, dass die Höhe des relevanten Rabattes bereits im Zeitpunkt der Auftragsausführung in zumutbarer Weise abschätzbar ist.¹⁵³

Für Privatkunden werden der Preis des Finanzinstruments und die mit dem Auftrag verbundenen Transaktionskosten regelmässig die ausschlaggebenden Kriterien sein.¹⁵⁴ Bei professionellen Kunden mögen, namentlich bei *Block Trades*, andere Ausführungskriterien, wie bspw. der Ort und die Geschwindigkeit der Ausführung sowie die Wahrung der Anonymität des Kunden, eine gewichtigere Rolle als die Gesamtkosten der Transaktion einnehmen.¹⁵⁵

3.3 In zeitlicher und quantitativer Hinsicht

[Art. 20 Abs. 2 FIDLEG](#) verlangt, dass Kundenaufträge unverzüglich und korrekt registriert und zugewiesen werden (*lit. a*) und vergleichbare Kundenaufträge unverzüglich in der Reihenfolge ihres Eingangs, d.h. nach dem Prinzip von *First In-First Out (FIFO)*, ausgeführt werden (*lit. b*).¹⁵⁶ Die sofortige chronologische bzw. sequentielle Registrierung, Zuweisung und Ausführung von Kundenaufträgen verhindert Spekulationen und verdeckte Kursschnitte zulasten des Kunden.¹⁵⁷ Finanzdienstleister müssen ausserdem gewährleisten, dass bei der *Zusammenlegung* von Aufträgen verschiedener Kunden oder von Kundenaufträgen mit eigenen Geschäften (sog. *Blockorder*) und bei der *Zuweisung* von untereinander verbundenen Abschlüssen die Interessen der beteiligten Kunden gewahrt und diese nicht benachteiligt werden (*lit. c*). Schliesslich soll der Gleichbehandlungsgrundsatz die Bevorzugung von Aufträgen des Finanzdienstleisters oder von dessen Mitarbeitern gegenüber Kundenaufträgen verhindern, soweit Benachteiligungen von Kunden nicht anderweitig ausgeschlossen werden können (siehe unten, Ziff. V.5).¹⁵⁸ Bestmögliche Ausführung in zeitlicher Hinsicht bedeutet darum, dass der Finanzdienstleister den Kundenauftrag *unverzüglich und vollständig bearbeitet und ausführt*, vorbehaltlich der ordentlichen internen Betriebsabläufe einschliesslich der Durchführung notwendiger Kontrollen (*Vier-Augen-Prinzip* usw.).¹⁵⁹ Der Kunde darf grundsätzlich

GesKR 2020 S. 36, 50

davon ausgehen, dass der Finanzdienstleister die für die Ausführung notwendigen organisatorischen Vorkehrungen getroffen hat.¹⁶⁰

Aufträge ohne Preisangabe (sog. *Market Orders* oder *Bestens-Aufträge*) sind umgehend auszuführen; Aufträge mit Preisangaben (sog. *Limit Orders*) sind auszuführen, sobald das Preislimit überschritten bzw. unterschritten wird.¹⁶¹ Nach wohl herrschender Auffassung zu [Art. 11 BEHG](#) gilt das Prinzip «*Zeit vor Preis*».¹⁶² Zwar hat die Pflicht, den Auftrag unverzüglich und vollständig auszuführen, den potenziellen Nachteil, dass der Finanzdienstleister mangels gestaffelter Ausführung keine Rücksicht auf die mit dem Auftrag verbundenen *market impact costs*¹⁶³ sowie allfällige künftige Kursverbesserungen nehmen

¹⁵² Vgl. zur Frage des Gesamtergebnisses Carlo Lombardini/Alain Macaluso, *Rétrocessions et rétributions dans le domaine bancaire: une nécessaire mise en perspective*, [AJP 2008, 180 ff.](#), 187 f.

¹⁵³ Die Pauschalabrechnungsmethode kann eine Möglichkeit darstellen, den damit zusammenhängenden Schwierigkeiten zu begegnen.

¹⁵⁴ In diesem Sinne auch Art. 27 (1)(2) MiFID II.

¹⁵⁵ Siehe Botschaft 2015 (FN 64), 8961.

¹⁵⁶ Art. 10 SBVg-Verhaltensregeln 2008; Roth, Art. 11 N 160 ff.; OFK [BEHG-Weber](#), Art. 11 N 30 m.w.N.

¹⁵⁷ Vgl. Roth, Art. 11 N 135.

¹⁵⁸ Roth, Art. 11 N 165 f., 168. Darüber hinaus darf auch kein Unterschied zwischen den Aufträgen eigener Kunden und denjenigen von Kunden externer Vermögensverwalter gemacht werden.

¹⁵⁹ Siehe EFD (FN 97), 29: «Eine unverzügliche Abwicklung oder Weiterleitung ist eine, die unter Berücksichtigung der Gesamtumstände zum nächstmöglichen Moment, also ohne ungerechtfertigten Verzug, erfolgt.»; ähnlich wie hier Baumann (FN 144), N 435; ferner Roth, Art. 11 N 106; Gehrig (FN 39), 60.

¹⁶⁰ Siehe Roth, Art. 11 N 106; OFK [BEHG-Weber](#), Art. 11 N 23.

¹⁶¹ BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 69; Roth, Art. 11 N 111 f.; Portmann (FN 6), N 208.

¹⁶² Siehe Roth, Art. 11 N 111; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 69: «Im Vergleich zum zeitlichen Sorgfaltselement ist der preisliche Aspekt grundsätzlich untergeordnet[.]»; Portmann (FN 6), N 206 ff.; a.M. in Bezug auf den OTC-Handel mit *nicht kotierten* Aktien Bühler (FN 130), N 611.

¹⁶³ Siehe hierzu Giraud/d'Hondt (FN 142), 6 f.



kann. Doch ist dieser Nachteil bereits aus Gründen sicherer Kosteneinsparungen wegen der Vermeidung mehrfacher Auftragsausführung zumindest bei kleineren Auftragsvolumen hinzunehmen. Obschon der Preis in [Art. 18 Abs. 2 FIDLEG](#) ausdrücklich als Kriterium erwähnt wird, ist die Praxis der Zeitpriorität im Grundsatz fortzuführen, gilt doch auch unter dem [FIDLEG](#) der Grundsatz des bestmöglichen *Gesamtergebnisses* (siehe oben, Ziff. V.3.1).

Vom Prinzip der unverzüglichen und vollständigen Ausführung des Kundenauftrages kann, ja muss sogar *abgewichen* werden, wenn das bestmögliche Gesamtergebnis wegen der Art des Auftrages (z.B. *Block Trade*), den Marktbedingungen (z.B. bei Eintritt einer unvorhergesehenen Störung der Marktliquidität oder technischen Systeme) oder im Interesse des Kunden nicht erreicht werden kann.¹⁶⁴ Es steht in solchen Fällen im Ermessen des Finanzdienstleisters, den Auftrag unter Wahrung des Kundeninteresses bspw. gestaffelt oder an mehreren Ausführungsplätzen abzuwickeln.¹⁶⁵ Finanzdienstleister haben indessen die betroffenen *Privatkunden* unverzüglich über alle auftretenden wesentlichen Schwierigkeiten zu informieren, welche die korrekte Ausführung des Auftrags beeinträchtigen können ([Art. 20 Abs. 2 lit. d FIDLEG](#)). Sie müssen ausserdem ihre Vorgehensweise angemessen dokumentieren.¹⁶⁶

3.4 In qualitativer bzw. örtlicher Hinsicht

a. Festlegung der Ausführungskriterien

Gemäss Art. 5 Abs. 1 SBVg-Verhaltensregeln 2008 hat der Effektenhändler den Kundenauftrag an einem allgemein anerkannten, geeigneten und für eine ordentliche Durchführung der Transaktion Gewähr bietenden Ausführungsplatz auszuführen. Er genügt demnach seiner Sorgfaltspflicht, wenn er die Effektenhandelsgeschäfte über die lokale Börse (bzw. den lokalen ausserbörslichen Markt), an welcher er üblicherweise seine Transaktionen ausführen lässt, oder die Heimatbörse (bzw. den ausserbörslichen Heimatmarkt) der betreffenden Effekte oder über einen anderen geeigneten Ausführungsplatz mit entsprechender Liquidität abwickelt.¹⁶⁷ Während sich der Bundesrat in der Botschaft zum [FIDLEG](#) und [FINIG](#) noch der Formulierung der standesrechtlichen Bestimmung bedient hat,¹⁶⁸ schreibt er in den *Erläuterungen* zu [Art. 21 FIDLEG](#), dass die allgemein anerkannte Praxis zu [Art. 11 BEHG](#) und den SBVg-Verhaltensregeln 2008 zur Bestimmung des für den Kunden bestmöglichen Ausführungsplatzes den international üblichen Anforderungen *nicht* mehr genügt (unter Verweis auf Art. 27 [1] MiFID II).¹⁶⁹

Um die Einhaltung der BEX-Grundsätze für Kunden sicherzustellen, hat der Finanzdienstleister *neu* die notwendigen *Kriterien* für die Wahl des Ausführungsplatzes festzulegen, namentlich den Kurs, die Kosten, die Schnelligkeit sowie die Wahrscheinlichkeit der Ausführung und Abwicklung ([Art. 21 Abs. 1 FIDLEG](#)). Die Kriterien werden i.d.R., wie dies für europäische Wertpapierfirmen seit MiFID I (2004/39/EG) üblich ist, in einer *Ausführungspolicy* (auch *Execution Policy*) festgelegt. Anders als unter MiFID II hat der Kunde der Ausführungspolicy allerdings nicht zuzustimmen.¹⁷⁰ Der Finanzdienstleister muss je nach Geschäftsmodell und angebotenen Finanzinstrumenten mehrere *Ausführungsplätze* (siehe zum Begriff oben, Ziff. V.2.3e) miteinander *vergleichen*.¹⁷¹ Der Bundesrat geht in geographischer Hinsicht abhängig vom Geschäftsbereich des Finanzdienstleisters von einem globalen Vergleichsmaßstab aus.¹⁷² In der Praxis können Finanzdienstleister zu diesem Zweck auf sog. *Smart Order Routing*-Systeme oder

GesKR 2020 S. 36, 51

¹⁶⁴ Vgl. [Art. 20 Abs. 2 lit. b FIDLEG](#); ferner SBVg (FN 48), N 13; Roth, Art. 11 N 108 f., 164; ferner zur allfälligen Pflicht, antizipierenden Praktiken von Hochfrequenzhändlern auszuweichen, Martin Monsch, Hochfrequenzhandel, Diss. Zürich 2018, 574 (= SSFM 126).

¹⁶⁵ Siehe Gehrig (FN 39), 61, 62; Roth, Art. 11 N 109; BSK [BEHG/FINMAG](#)-Bahar/Stupp, Art. 11 N 67 f.; OFK [BEHG](#)-Weber, Art. 11 N 23.

¹⁶⁶ Siehe Roth, Art. 11 N 134.

¹⁶⁷ SBVg (FN 48), N 14.

¹⁶⁸ Siehe Botschaft 2015 (FN 64), 8961.

¹⁶⁹ Siehe EFD (FN 97), 29.

¹⁷⁰ Vgl. Art. 27 (5) MiFID II i.V.m. Art. 66 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565.

¹⁷¹ EFD (FN 97), 29: «In geographischer Hinsicht wird deshalb die Festlegung eines einzigen Handelsplatzes als Ausführungsplatz mangels Vergleich den Anforderungen an best execution in der Regel nicht genügen.»

¹⁷² EFD (FN 97), 29 f.



andere technische Systeme, welche die Preise und Liquidität an verschiedenen Ausführungsplätzen berücksichtigen, zurückgreifen.¹⁷³ Auf Anfrage des Kunden weist der Finanzdienstleister nach, dass er dessen Aufträge im Einklang mit den festgelegten Ausführungskriterien ausgeführt hat.¹⁷⁴ Diese Nachweispflicht bedeutet für den Finanzdienstleister eine faktische Dokumentationspflicht hinsichtlich der Einhaltung der Ausführungskriterien. Schliesslich hat der Finanzdienstleister mindestens einmal jährlich die Wirksamkeit der Ausführungskriterien zu überprüfen.¹⁷⁵ Im Vergleich zur *data exercise* von MiFID II fällt auf, dass [Art. 18 FIDLEG](#) dem Finanzdienstleister deutlich weniger umfangreiche marktbezogene Informationspflichten auferlegt.¹⁷⁶

b. Wahl des Ausführungsplatzes

Vorbehaltlich anderslautender Kundenweisung (siehe unten, Ziff. V.4) obliegt die Wahl des Ausführungsplatzes dem Finanzdienstleister. Falls *keine Weisungen* vorliegen, was wohl dem Regelfall bei Privatkunden entspricht, hält sich der Finanzdienstleister an die von ihm in der Ausführungspolicy festgelegten Ausführungskriterien (siehe oben, Ziff. V.3.4a). Dem Finanzdienstleister kommt in diesem Rahmen ein Ermessensspielraum zu. Diesen hat er selbstredend im Interesse des Kunden auszuüben.¹⁷⁷ Der Finanzdienstleister hat den Ausführungsplatz *sorgfältig auszuwählen*. Er hat einen für die Ausführung geeigneten Markt zu finden, auf dem das fragliche Finanzinstrument bei entsprechender Liquidität und damit preiseffizient nachgefragt oder angeboten werden kann.¹⁷⁸ Er hat in diesem Zusammenhang auch der Transaktionssicherheit und damit den Abrechnungs- und Abwicklungssystemen des Ausführungsplatzes Beachtung zu schenken (*Clearing und Settlement*).¹⁷⁹ Falls der Finanzdienstleister einen Intermediär, wie etwa einen *Broker*, mit der Ausführung des Kundenauftrages betraut oder die Gegenpartei eines *OTC*-ausgeführten Kundenauftrags bestimmt, hat er bei der Auswahl dieser Personen, insbesondere deren Gegenparteiisiko, Reputation und aufsichtsrechtliche Unterstellung, zu beachten.¹⁸⁰ Die nach [Art. 18 FIDLEG](#) geschuldete Sorgfalt beschränkt sich in diesen Fällen auf die *Auswahl und Instruktion* des Intermediärs, an den der Finanzdienstleister den Kundenauftrag übermittelt.¹⁸¹ Der Finanzdienstleister darf sich als Regel darauf verlassen, dass die Ausführungspolicy des Intermediärs den gesetzlichen Anforderungen entspricht und dass dieser sich an deren Vorgaben hält. Aufsichtsrechtlich liegt dabei i.d.R. weder ein Beizug Dritter ([Art. 23 FIDLEG](#)) noch eine Dienstleisterkette ([Art. 24 FIDLEG](#)) vor, da ausschliesslich der Finanzdienstleister eine Finanzdienstleistung für den Endkunden erbringt (siehe oben, Ziff. 2.1a).¹⁸² Anders sieht dies indessen für den Fall der Dreiecksbeziehung zwischen Kunde, externem Vermögensverwalter und Depotbank aus, wonach typischerweise eine Dienstleisterkette zwischen auftragserteilendem Vermögensverwalter und auftragsausführender Depotbank bzw. auftragsausführendem *Broker* besteht.¹⁸³ Bei der Übermittlung von Kundenaufträgen an *konzerneigene Intermediäre* muss der Finanzdienstleister besonders dem Umgang mit Interessenkonflikten Beachtung schenken.

¹⁷³ Siehe hierzu Monsch (FN 164), 29 f.

¹⁷⁴ [Art. 21 Abs. 3 FIDLEG](#).

¹⁷⁵ [Art. 21 Abs. 4 FIDLEG](#).

¹⁷⁶ Vgl. Art. 27 (3) bzw. (6) MiFID II i.Vm. Delegierte Verordnungen (EU) 2017/575 bzw. (EU) 2017/576.

¹⁷⁷ Vgl. Roth, Art. 11 N 104; BSK [BEHG/FINMAG](#)-Bahar/Stupp, Art. 11 N 64.

¹⁷⁸ In *informationseffizienten* Märkten geniesst die Auswahl des Ausführungsplatzes eine gegenüber dem Preis des Finanzinstruments vorrangige Stellung, kann der Finanzdienstleister doch davon ausgehen, dass sich die unterschiedlichen Preise in vergleichbaren Effektenmärkten kurzfristig angleichen werden; vgl. auch Roth, Art. 11 N 116; Portmann (FN 6), N 208.

¹⁷⁹ A.M. zu [Art. 11 BEHG](#) Portmann (FN 6), N 213.

¹⁸⁰ Siehe auch Roth, Art. 11 N 122; ferner Bühler (FN 130), N 611. Anders als unter MiFID II muss der Kunde *nicht* vorab ausdrücklich der *OTC*-Ausführung seiner Aufträge *zustimmen*; vgl. Art. 27 (5)(3) MiFID II.

¹⁸¹ Vgl. Art. 22 Abs. 1 altKAG; ähnlich Roth, Art. 11 N 122. Privatrechtlich kann es sich dabei um einen Fall von [Art. 399 Abs. 2 OR](#) handeln. Für Wertpapierfirmen, die Aufträge lediglich annehmen und weiterleiten, gilt unter MiFID II Art. 65 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565.

¹⁸² Vgl. hierzu Fahrländer (FN 78), 476 f., 478; Rolf H. Weber, [FIDLEG](#) und das Vertragsrecht: Dreipersonenverhältnisse, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), Bankvertragsrecht. Schweizerische Bankrechtstagung 2017, Basel 2017, 253 ff., 255 f.

¹⁸³ Siehe Fahrländer (FN 78), 476 f., 479 FN 33; ebenso Botschaft 2015 (FN 64), 8964, wo offenbar für die Anwendbarkeit von [Art. 24 FIDLEG](#) eine «eigene Beziehung» zwischen dem Kunden und dem beauftragten Finanzdienstleister vorausgesetzt wird.



c. Selbsteintritt

Die unterschiedlichen Formen des *Selbsteintritts* (siehe oben, Ziff. II.2) sind auch unter dem Regime von [Art. 18 FIDLEG](#) zulässige Arten der Auftragsausführung. Der Kunde darf aufgrund solcher Ausführungspraktiken indes nicht benachteiligt werden.¹⁸⁴ Dies bedeutet konkret, dass die Auftragsausführung mittels Selbsteintritts den Kunden nicht schlechter stellen darf, als wenn der Finanzdienstleister den Kundenauftrag in indirekter Stellvertretung am Markt ausgeführt hätte.¹⁸⁵

Beim *echten Selbsteintritt* erfüllt der Finanzdienstleister als Kommissionär den Kundenauftrag aus seinem Eigenbestand. Der Selbsteintritt darf nur zu bestehenden Marktbedingungen zum Zeitpunkt des Selbsteintritts oder zu vorteilhafteren Bedingungen erfolgen.¹⁸⁶ Dies ergibt sich vorbehaltlich einer abweichenden Parteivereinbarung bereits aus der privatrechtlichen BEX in [Art. 436 Abs. 2 OR](#). Findet sich allerdings im Falle einer Verkaufs- oder Einkaufskommission eine Gegen-

GesKR 2020 S. 36, 52

partei, die einen besseren Preis als der Finanzdienstleister bietet, ist der Kunde mit dieser Gegenpartei zusammenzuführen bzw. hat der Finanzdienstleister ebenfalls zum besseren Preis einzutreten.¹⁸⁷ Der Finanzdienstleister orientiert sich zur Bestimmung des Marktkurses an den in der Ausführungspolicy festgelegten Ausführungskriterien. Wo der Marktpreis nicht leicht feststellbar ist, z.B. in illiquiden Märkten oder bei Aufträgen mit grösserem Handelsvolumen, hat der Finanzdienstleister den Preisfindungsprozess zu dokumentieren.¹⁸⁸ Zivilrechtlich ist das Bestehen einer Rechenschaftspflicht des selbsteintretenden Kommissionärs gegenüber dem Kommittenten indes umstritten.¹⁸⁹ Bei der *Internalisierung* (auch *Crossing* oder *Matching*) erfüllt der Finanzdienstleister den Kommissionsvertrag durch «Verrechnung» gegenläufiger Kundenaufträge. Aufgrund des doppelten Selbsteintritts des Finanzdienstleisters besteht bzgl. der Auswahl der beiden Vertragspartner nur eine beschränkte Sorgfaltpflicht.¹⁹⁰ Internalisierung ist unter Wahrung des Prinzips der Gleichbehandlung der Kunden auszuführen.¹⁹¹ Dies bedeutet gemäss Praxis der ehemaligen EBK, dass Kundenaufträge zum Mittelkurs zwischen Geld- und Briefkurs auszuführen sind, wobei der Kompensationsvorteil den Kunden gehört.¹⁹²

d. Organisierte Handelssysteme (OHS)

Der Finanzdienstleister kann ferner den Kundenauftrag an einem von ihm betriebenen organisierten Handelssystem (OHS) gemäss [Art. 42 FinfraG](#) ausführen. Dabei ist es dem Betreiber eines OHS anders als unter MiFID II erlaubt, *Eigenhandel* über das Handelssystem zu betreiben.¹⁹³ Der Betreiber eines OHS muss bei Eigengeschäften die Kundeninteressen umfassend wahren.¹⁹⁴ Anders als an Handelsplätzen, an

¹⁸⁴ Siehe Art. 5 Abs. 2 SBVg-Verhaltensregeln 2008; ferner das ehemalige FINMA-RS 08/38 «Marktverhaltensregeln», Rz. 44.

¹⁸⁵ Siehe EBK-Bull 18/1988, 16 f.; Rüegg (FN 28), 79.

¹⁸⁶ Vgl. EBK-Bull 43/2003, 98; BSK [BEHG/FinMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 74.

¹⁸⁷ Vgl. EBK-Bull 47/2005, 175 f.; EBK-Bull 51/2008, 132; Rüegg (FN 28), 66 ff.; ferner Bühler (FN 130), N 607, 624.

¹⁸⁸ Siehe oben, Ziff. V.3.2.

¹⁸⁹ Siehe statt vieler Portmann (FN 6), N 105 f. m.w.N. Vgl. allerdings den Anspruch des Kunden gegenüber dem Finanzdienstleister auf Herausgabe der ihn betreffenden Dokumente nach [Art. 72 FIDLEG](#), der auch im Rahmen des Selbsteintritts gilt.

¹⁹⁰ Roth, Art. 11 N 123.

¹⁹¹ [Art. 17 Abs. 1 FIDLEG](#).

¹⁹² Vgl. EBK-Bull 47/2005, 174; Gehrig (FN 39), 63; ferner SBVg (FN 48), N 25. Den *Spread* zwischen Geld- und Briefkurs kann der Finanzdienstleister allerdings einbehalten, wenn er als *Market Maker* tätig ist und entsprechend eine Risikoposition eingeht; vgl. EBK-Bull 47/2005, 171 f.

¹⁹³ Vgl. Art. 20 (1) MiFID II. Ausnahmen bestehen demgegenüber mit der Zustimmung des Kunden für das Zusammenführen sich deckender Kundenaufträge (sog. *matched principal trading*), vgl. Art. 20 (2) MiFID II, sowie den Eigenhandel in öffentlichen Schuldtiteln, für die kein liquider Markt besteht, vgl. Art. 20 (3) MiFID II; siehe hierzu Simon Schären/Günther Dobrauz-Saldapenna/Martin Liebi, Organisierte Handelssysteme im neuen [FinfraG](#) – Versuch einer regulatorischen Kategorisierung, [SZW 2016, 194 ff.](#), 195 f.

¹⁹⁴ [Art. 44 lit. c FinfraG](#); zu den inhaltlichen Anforderungen siehe SK [FinfraG-Knobloch](#), Art. 44 N 11; BSK [FinMAG/FinfraG-Studer/Vollenweider](#), Art. 44 N 15 f.; SGHB Finanzmarktrecht I-Schleiffer/Schärli, § 22 N 293 f., Zürich 2017.

¹⁹⁵ Siehe die Legaldefinitionen der Börse und des MHS in [Art. 26 FinfraG](#).



denen ausschliesslich nichtdiskretionäre Regeln gelten,¹⁹⁵ kommt [Art. 18 FIDLEG](#) angesichts der potenziellen Interessenkonflikte im *diskretionären* Eigenhandel eine zentrale Rolle zu.¹⁹⁶

Betreiber von OHS entscheiden etwa selbständig darüber, ob im System vorhandene Aufträge von Benutzern zusammengeführt werden oder ob sie einen Vertrag mit einem Benutzer eingehen.¹⁹⁷ Aus diesem Grund dürfen bei Vertragsabschlüssen nach diskretionären Regeln an einem sog. *multilateralen OHS* sich deckende Kundenaufträge nur zusammengeführt werden, wenn die bestmögliche Erfüllung gewährt werden kann ([Art. 39 Abs. 3 FinfraV](#)).¹⁹⁸ Auch der Betreiber eines sog. *bilateralen OHS* hat sich an die BEX zu halten, indem er zu den Kursen im Zeitpunkt des Auftragsseingangs oder zu für die Benutzer günstigeren Kursen ausführt. Die Ausführung über das OHS hat ausserdem auch in finanzieller, zeitlicher und qualitativer Hinsicht den BEX-Grundsätzen zu genügen,¹⁹⁹ was bedeuten kann, dass der Betreiber den Kundenauftrag ausserhalb des OHS auszuführen bzw. ebenfalls zu den vorteilhafteren Bedingungen zu kontrahieren hat. Abweichungen von BEX sind möglich, sofern ein ausdrücklicher Verzicht oder eine entsprechende ausdrückliche Weisung des Kunden bzw. Benutzers des OHS vorliegt (siehe unten, Ziff. V.7.4). Je nach Interessenlage werden Kundenaufträge an einem OHS unmittelbar zusammengeführt, vom Betreiber internalisiert, im echten Selbsteintritt oder als Gegenparteigeschäft ausgeführt.²⁰⁰ Soweit das [FIDLEG](#) anwendbar ist, *ergänzen bzw. konkretisieren* die oben erwähnten Bestimmungen die BEX-Vorgaben gemäss [Art. 18 FIDLEG](#) für Finanzdienstleister, die Kundenaufträge über ein von ihnen betriebenes OHS ausführen.²⁰¹ Wo es sich allerdings um einen auf einem OHS abgeschlossenen Kauf zwischen Gegenparteien handelt, schuldet der Betreiber von vornherein keine BEX.²⁰²

GesKR 2020 S. 36, 53

4. Kundenweisungen

4.1 Ausgestaltung

Liegt eine Weisung des Kunden vor, so ist der Kundenauftrag entsprechend der Weisung des Kunden auszuführen ([Art. 21 Abs. 2 FIDLEG](#)). Kunden haben Weisungen *ausdrücklich* zu erteilen. Darüber hinaus besteht aber keine Einschränkung in der Ausgestaltung von Weisungen. Weisungen des Kunden können namentlich *Limiten* (z.B. hinsichtlich Preis und Menge), *Auflagen* (z.B. *Market-* oder *Limit-*Aufträge) oder *Restriktionen* (z.B. hinsichtlich Ausführungsplatz, Ausführungszeitpunkt oder Gültigkeitsdauer des Auftrages) enthalten.²⁰³ Ferner können Weisungen *allgemein* oder *transaktionsspezifisch* ausgestaltet sowie *positiv* oder *negativ* formuliert sein.²⁰⁴ Eine allgemeine, positive Weisung liegt etwa vor, wenn der Kunde den Finanzdienstleister anhält, alle Aktienkäufe über die Heimatbörse des betreffenden Unternehmens auszuführen. Der Kunde erteilt demgegenüber seinem Finanzdienstleister eine transaktionsspezifische, negative Weisung, wenn er ihm mitteilt, dass ein konkreter Derivatkontrakt nicht mit einer bestimmten Gegenpartei abgeschlossen werden soll.

4.2 Befolgungspflicht

Dem Auftragscharakter des privatrechtlichen Rechtsverhältnisses entsprechend sind Weisungen des Kunden grundsätzlich strikt zu befolgen.²⁰⁵ Die Botschaft hält diesbezüglich fest, dass das Abweichen von den «objektiven Kriterien» einer bestmöglichen Ausführung aufgrund einer Kundenweisung keine Verletzung von

¹⁹⁶ Vgl. auch Bühler (FN 130), N 783 ff., 806 ff.

¹⁹⁷ FINMA-RS 18/1 «Organisierte Handelssysteme», Rz. 17.

¹⁹⁸ Siehe auch FINMA-RS 18/1 «Organisierte Handelssysteme», Rz. 26.

¹⁹⁹ FINMA-RS 18/1 «Organisierte Handelssysteme», Rz. 28.

²⁰⁰ Siehe Iffland/Ben Hattar (FN 130), 463; FINMA-RS 18/1 «Organisierte Handelssysteme», Rz. 20 ff., 23; OFK [FinfraG/BEG-Vogel/Heiz/Luthiger](#), Art. 44 N 10, Zürich 2019.

²⁰¹ *Gl.M. wohl* SK [FinfraG](#)-Knobloch, Art. 44 N 10, der hinsichtlich Einhaltung der BEX fordert, dass die *ersten* deckungsgleichen Kundenaufträge zum Vertragsabschluss zusammenzuführen seien; a.A. BSK [FINMAG/FinfraG-Studer/Vollenweider](#), Art. 44 N 12, die davon ausgehen, dass den OHS-spezifischen BEX-Vorgaben *keine* eigenständige Bedeutung zukommen.

²⁰² *Gl.M. Iffland/Ben Hattar* (FN 130), 463.

²⁰³ Vgl. SBVg (FN 48), N 13.

²⁰⁴ EFD (FN 97), 30.

²⁰⁵ Vgl. [Art. 397 Abs. 1 OR](#); hierzu [BGE 91 II 438, E. 6a](#); BGer [4A 474/2014, E. 8.1](#): «Les instructions données par le fiduciaire sont en principe contraignantes.»; BSK [OR](#) I-Oser/Weber, Art. 397 N 5.



[Art. 18 FIDLEG](#) darstellt.²⁰⁶ Die vollumfängliche Einhaltung der Weisungen des Kunden ist darum im Grundsatz mit der Erfüllung von BEX *gleichzusetzen*.²⁰⁷ Die unter Ziff. V.4.1 erwähnten Beispiele machen allerdings deutlich, dass Weisungen regelmässig *nur bestimmte Aspekte* der Ausführung betreffen. Der Finanzdienstleister hat darum in allen von der Weisung nicht betroffenen Aspekten der Ausführung [Art. 18 FIDLEG](#) weiterhin einzuhalten.²⁰⁸ In Fällen, in denen ein Kunde oder ein externer Vermögensverwalter als direkter Stellvertreter des Kunden Aufträge über sog. *Direct Market Access*-Systeme des Finanzdienstleisters direkt am Ausführungsplatz platzieren können, handelt es sich i.d.R. um Kundenaufträge, für welche *sämtliche* Ausführungsparameter festgelegt sind. Der Finanzdienstleister schuldet diesfalls keine BEX.

4.3 Warnpflicht

Die Literatur vertritt aufgrund der aufsichtsrechtlichen Treuepflicht in [Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG](#) und zu Recht angesichts der etablierten Gerichtspraxis zu den Abmahnpflichten des Beauftragten in den verschiedensten Tätigkeitsbereichen die Ansicht, dass der Effektenhändler den Kunden bei Vorliegen *unzweckmässiger Weisungen* auf das Defizit hinweisen muss.²⁰⁹ Eine solche Treuepflicht fehlt nun allerdings im [FIDLEG](#), lässt sich aber aus dem der gesamten Rechtsordnung inhärenten Grundsatz von Treu und Glauben ableiten und gilt jedenfalls zivilrechtlich (dazu sogleich). Demgegenüber ist bei unzweckmässigen Kundenweisungen die Benachrichtigungspflicht gemäss [Art. 20 Abs. 2 lit. d FIDLEG](#) nicht einschlägig, da diese lediglich *ausführungssystembezogene* wesentliche Schwierigkeiten betrifft.

In zivilrechtlicher Hinsicht muss differenziert werden: Die Rechtsprechung des Bundesgerichts sieht als Regel *keine Beratungspflicht* im Rahmen gezielter Weisungen des Kunden zu kontorelevanten Verfügungen vor, wenn der Kunde durch die unbedingte Erteilung entsprechender Aufträge oder Weisungen zu erkennen gibt, dass er Aufklärung und Beratung seitens der Bank weder benötigt noch wünscht. Der Finanzdienstleister hat den Kunden *ausnahmsweise* im Rahmen gezielter Weisungen *abzumahn*en bzw. *zu warnen*, wenn der Finanzdienstleister bei pflichtgemässer Aufmerksamkeit hätte erkennen müssen, dass der Kunde eine bestimmte, mit dem Auftrag verbundene Gefahr nicht erkannt hat oder wenn sich in der andauernden Geschäftsbeziehung zwischen der Bank und dem Kunden ein besonderes Vertrauensverhältnis entwickelt hat, aus welchem der Kunde nach Treu und Glauben auch unaufgeforderte Beratung und Abmahnung erwarten darf.²¹⁰ Daraus folgt für die bestmögliche Ausführung eines Kundenauftrages, dass im

GesKR 2020 S. 36, 54

Rahmen eines *Execution-only-Geschäfts*²¹¹ der Finanzdienstleister lediglich ausnahmsweise den (Privat-)Kunden vor dessen unzweckmässigen Instruktionen warnen muss. Bei professionellen Kunden muss es sich demgegenüber um *offensichtlich* unzweckmässige Weisungen handeln, denn der Finanzdienstleister

²⁰⁶ Siehe Botschaft 2015 (FN 64), 8961.

²⁰⁷ Urs P. Roth, Effektenhändler, in: Christian J. Meier-Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern 1996, 57 ff., 82 (= SSPHW 44); BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 63; Rolf Sethe/Martin Brennecke, in: Frank A. Schäfer et al. (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., München 2016, § 3 Rn. 52.

²⁰⁸ Unter MiFID II gilt Art. 64 (2) Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 und deren Erwägungsgrund 102.

²⁰⁹ Roth, Art. 11 N 99, 105; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 64, 82; Eggen (FN 37), 633.

²¹⁰ Siehe [BGE 133 III 97, E. 7.1.2](#) m.w.N.; BGer [4A 593/2015, E. 7.1.4](#): «[...] la banque s'engage uniquement à exécuter les instructions ponctuelles d'investissement du client, sans être tenue de veiller à la sauvegarde générale des intérêts de celui-ci [...]»; BGer [4A 369/2015, E. 2.3](#). Zu den weiteren Fällen, in denen der Finanzdienstleister nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts einer Aufklärungspflicht gegenüber dem Kunden unterliegt, vgl. Jörg Schmid, Informationspflichten des Finanzdienstleisters bei «Execution-only-Geschäften», in: Susan Emmenegger (Hrsg.), Bankvertragsrecht. Schweizerische Bankrechtstagung 2017, Basel 2017, 221 ff., 226 ff.; Eggen (FN 37), 629; Emmenegger/Döbeli (FN 2), 763 f.; Sibbern/von der Crone (FN 47), 182.

²¹¹ Wo zwischen Kunde und Finanzdienstleister ein schriftlich, mündlich oder konkludent geschlossener, entsprechend umfassender und dauerhafter *Anlageberatungsvertrag* besteht oder wo ein *Vermögensverwaltungsvertrag* vorliegt, darf der Kunde nach Treu und Glauben unter diesen Rechtsverhältnissen nebst unaufgeforderter Beratung natürlich auch Abmahnung bzgl. allfälliger unzweckmässiger Weisungen erwarten; siehe [BGE 133 III 97, E. 7.2](#); BGer [4A 593/2015 E. 7.1.4](#); BGer [4A 525/2011, E. 3.1](#); [BGE 124 III 155, E. 3a](#); [BGE 119 II 333, E. 5a](#); [BGE 115 II 62, E. 3a](#); [BGE 110 II 360, E. 5a](#): «[...] il dovere contrattuale di fedeltà [...] avrebbe voluto allora che il cliente fosse immediatamente informato sull'impossibilità di soddisfare il contratto.»; *zurückhaltender* Roth (FN 34), 32; siehe ferner Sandro Abegglen, «Point of Sale»-Aufklärung und Produkttransparenz – die Informationspflichten beim Anlagegeschäft der Banken, in: Peter R. Isler/Romeo Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung II, Zürich 2009, 61 ff., 77 ff.



darf als Regel von der Richtigkeit der Weisungen dieses Kundensegments ausgehen.²¹² Die Abmahnung sollte aus Beweisgründen dokumentiert werden.²¹³

5. Interne Weisungen

Der Finanzdienstleister hat technische Weisungen über die *Ausführung von Kundenaufträgen* unter Berücksichtigung der Anzahl Mitarbeiter und der Betriebsstruktur zu erlassen ([Art. 18 Abs. 3 FIDLEG](#)). In diesen Weisungen, die i.d.R. ebenfalls in der Ausführungspolicy ihren Niederschlag finden, legt der Finanzdienstleister die Ausführungsgrundsätze hinsichtlich der betroffenen Finanzinstrumente und Kundensegmente sowie die Kriterien für die Wahl des Ausführungsplatzes fest.²¹⁴ Die Botschaft erwähnte noch die Pflicht des Finanzdienstleisters, seine Kunden in geeigneter Form über diese Weisungen zu informieren.²¹⁵ Eine vergleichbare Pflicht besteht allerdings nur bzgl. der Information über die Kriterien für die Wahl des Ausführungsplatzes gestützt auf [Art. 21 Abs. 3 FIDLEV](#).

Der Finanzdienstleister hat ausserdem durch angemessene *organisatorische Vorkehrungen* sicherzustellen, dass Informationen im Zusammenhang mit bevorstehenden, laufenden oder abgeschlossenen Kundenaufträgen nicht missbraucht werden können (vgl. [Art. 25 Abs. 1 FIDLEG](#)).²¹⁶ Zu solchen unzulässigen, mit dem Grundsatz von Treu und Glauben nicht zu vereinbarenden Geschäftspraktiken gehören namentlich das *Churning* – das uns vorliegend nicht interessiert –, das *Front, Parallel* und *After Running*, Manipulationen bei Dienstleistungen im Rahmen von Emissionen oder Platzierungen von Finanzinstrumenten, der Kursschnitt (vgl. betreffend Verbot solcher Verhaltensweisen [Art. 27 FIDLEV](#)) sowie *Snake Trading-Strategien*.²¹⁷ Der Finanzdienstleister hat in einer internen Weisung zwecks Verhinderung solcher Praktiken den Umgang mit Eigen- und Mitarbeitergeschäften im Besonderen sowie mit sensiblen Kundeninformationen im Allgemeinen zu regeln.²¹⁸ Solche Vorkehrungen beinhalten bspw. die funktionale Trennung von Kunden- und Eigenhandel, die Beschränkung des Informationsflusses zwischen der Handelsabteilung und anderen Abteilungen (*Chinese Walls*) und die Kontrolle und Überwachung von Mitarbeitergeschäften.²¹⁹ Die interne Weisung soll dabei der Grösse, Komplexität und Rechtsform sowie den vom Finanzdienstleister angebotenen Finanzdienstleistungen und den damit verbundenen Risiken Rechnung tragen.

6. Dokumentation und Rechenschaft²²⁰

6.1 Prinzip der Nachvollziehbarkeit

Gemäss [Art. 11 Abs. 2 lit. b BEHG](#) müssen Kunden die Abwicklung der für sie abgewickelten Effektenhandelsgeschäfte *nachvollziehen* können. Das [FIDLEG](#) kennt demgegenüber mit Ausnahme der Nachweispflicht bzgl. der Einhaltung der Ausführungskriterien²²¹ keine spezifischen Vorgaben, um die Einhaltung der BEX-Grundsätze sowie die Qualität der Ausführung für Kunden nachvollziehbar zu machen. Es ist darum auf die Bestimmungen zur Dokumentation und Rechenschaftsablage des [FIDLEG](#) und auf den allgemeinen Grundsatz von Treu und Glauben (siehe unten, Ziff. V.6.2) sowie auf die Aufzeichnungs- und Meldepflichten von Finanzmarktteilnehmern (siehe unten, Ziff. V.6.3) zurückzugreifen.

²¹² So auch BK-Fellmann, [OR 397](#) N 126, Bern 1992; Portmann (FN 6), N 49 m.w.N.

²¹³ Siehe Sandro Abegglen, Vermögensverwaltung durch die Bank – konfliktträchtige Bereiche und ihre Bewältigung. Unter besonderer Berücksichtigung von Kunden-Direktorders, [SZW 2001, 179 ff.](#), 186 ff.

²¹⁴ Siehe Botschaft (FN 64), 8961.

²¹⁵ Siehe Botschaft (FN 64), 8961.

²¹⁶ Vgl. Art. 67 (3) Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 zu MiFID II.

²¹⁷ Siehe EBK-Bull 47/2005, 188; EBK-Bull 40/2000, 27 f.; EBK-Bull 41/2000, 36 f.; Art. 11 f. SBVg-Verhaltensregeln 2008; vgl. auch das ehemalige FINMA-RS 08/38 «Marktverhaltensregeln», Rz. 41 ff.

²¹⁸ Siehe [Art. 27 Abs. 2 FIDLEG](#) und [Art. 25 Abs. 1 FIDLEG](#) i.V.m. insbesondere Art. 25 lit. f–g [FIDLEV](#); ferner hinsichtlich der Verhinderung des Missbrauchs von Insiderinformationen FINMA-RS 13/8 «Marktverhaltensregeln», Rz. 53 ff.

²¹⁹ Roth, Art. 11 N 173 ff.; Fischer (FN 69), 288 ff.; zu *Chinese Walls* ausführlich Sandro Abegglen, Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen, Habil. Bern 2004, 357 ff.

²²⁰ Es stellt sich auch bei der Dokumentations- und Rechenschaftspflicht gemäss [Art. 15 f. FIDLEG](#) und beim Grundsatz von Treu und Glauben in [Art. 17 Abs. 1 FIDLEG](#) die Frage, ob es sich bei den Bestimmungen um solche des Aufsichtsrechts, Privatrechts oder um Doppelnormen handelt.

²²¹ [Art. 21 Abs. 3 FIDLEV](#).



6.2 Dokumentations- und Rechenschaftspflicht

Bei der Dokumentations- und Rechenschaftspflicht handelt es sich um der Auftragsführung *nachgelagerte*

GesKR 2020 S. 36, 55

Pflichten: Finanzdienstleister müssen einerseits in geeigneter Weise die mit den Kunden vereinbarten und die für sie erbrachten Finanzdienstleistungen sowie weitere kunden- und dienstleistungsbezogene Informationen *dokumentieren* ([Art. 15 FIDLEG](#)). Andererseits stellen Finanzdienstleister ihren Kunden auf Anfrage eine Kopie der soeben erwähnten Dokumentation zu oder machen sie ihnen in anderer Weise zugänglich. Sie legen den Kunden auf Anfrage *Rechenschaft* über die vereinbarten und erbrachten Finanzdienstleistungen, die Zusammensetzung, Bewertung und Entwicklung des Portfolios sowie die mit der Finanzdienstleistung verbundenen Kosten ab ([Art. 16 FIDLEG](#)). Die Rechenschaftsablage erfolgt auf einem dauerhaften Datenträger in den mit dem Kunden vereinbarten Zeitintervallen sowie auf deren Anfrage hin.²²² Die Frist zur Rechenschaftsablage über die erbrachten Finanzdienstleistungen beträgt i.d.R. maximal zehn Arbeitstage.²²³ Ergänzend zu diesen Pflichten des Finanzdienstleisters verfügt der Kunde gestützt auf [Art. 72 FIDLEG](#) über einen jederzeitigen Anspruch auf Herausgabe einer Kopie seines Dossiers sowie sämtlicher weiterer ihn betreffenden Dokumente, die der Finanzdienstleister im Rahmen der Geschäftsbeziehung erstellt hat.

Unter Gesichtspunkten der BEX-Pflicht haben Finanzdienstleister insbesondere *die entgegengenommenen und ausgeführten Aufträge* zu dokumentieren und darüber Rechenschaft abzulegen.²²⁴ Ferner hat der Finanzdienstleister über die *Kosten* gemäss [Art. 8 FIDLEG](#) Rechenschaft abzulegen.²²⁵ Zu den Informationen über die Kosten gehören auch Angaben zu den beim Erwerb oder der Veräusserung von Finanzinstrumenten entstandenen Kosten.²²⁶ Dazu zählen die mit einem Auftrag verbundenen Transaktionskosten, wie namentlich Courtagen und Kommissionen, Handelsplatzgebühren, staatliche Abgaben sowie Spesen. Schliesslich hat der Finanzdienstleister auf Anfrage des Kunden die effektiv erhaltenen *Drittenschädigungen* offenzulegen.²²⁷ Darüber hinaus bestehen mit Blick auf BEX weder auf Gesetzes- noch auf Verordnungsstufe spezifische Vorgaben zum Umfang und Inhalt der Dokumentations- und Rechenschaftspflicht. Anders als noch die SBVg-Verhaltensregeln 2008 zu [Art. 11 BEHG](#) sieht das [FIDLEG](#) bspw. nicht vor, dass der Finanzdienstleister spontan, d.h. unaufgefordert, abzurechnen hat, innerhalb welcher Frist einzelne Transaktionen abzurechnen sind und welche Angaben eine Transaktionsabrechnung enthalten muss.²²⁸ Immerhin lässt sich u.E. aus dem *Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr* ableiten ([Art. 2 Abs. 1 ZGB](#); vgl. auch [Art. 17 Abs. 1 FIDLEG](#)), dass Finanzdienstleister über die ausgeführten Kundenaufträge in transparenter und nachvollziehbarer Weise Rechenschaft abzulegen haben.²²⁹

6.3 Aufzeichnungs- und Meldepflichten

Wertpapierhäuser müssen die Aufträge und die von ihnen getätigten Geschäfte mit allen Angaben aufzeichnen, die für deren Nachvollziehbarkeit und für die Beaufsichtigung ihrer Tätigkeit erforderlich sind ([Art. 50 FINIG](#)). Die Aufzeichnungspflicht verlangt, dass Kundenaufträge ab Eingang bis zur Ausführung rekonstruiert werden können.²³⁰ Zudem haben Wertpapierhäuser die für die Transparenz des Effektenhandels erforderlichen Meldungen zu erstatten ([Art. 51 Abs. 1 FINIG](#)). Aufzeichnungs- und Meldepflichten gelten für Geschäfte des Eigen- und Kundenhandels.²³¹ Wertpapierhäuser haben auf Verlangen des Kunden die ihn betreffenden aufgezeichneten Informationen zur Verfügung zu stellen (z.B. darüber, ob ein Selbsteintritt stattgefunden hat).²³² Die Aufzeichnungs- bzw. *Journalführungspflicht* von

²²² [Art. 19 Abs. 2 FIDLEG](#).

²²³ [Art. 18 FIDLEG](#).

²²⁴ [Art. 19 Abs. 1 lit. a FIDLEG](#).

²²⁵ [Art. 19 Abs. 1 lit. d FIDLEG](#).

²²⁶ Vgl. [Art. 8 Abs. 1 FIDLEG](#).

²²⁷ [Art. 26 Abs. 2 FIDLEG](#) *in fine*.

²²⁸ Siehe Art. 6 f. SBVg-Verhaltensregeln 2008; SBVg (FN 48), N 16.

²²⁹ Vgl. EBK-Bull 47/2005, 168 («sehr hoher Stellenwert»); Schmid (FN 210), 228.

²³⁰ Siehe Lombardini (FN 9), 778.

²³¹ Siehe [Art. 74 Abs. 3](#) und [Art. 75 Abs. 3 FINIV](#).

²³² Vgl. SBVg (FN 48), N 16.



Wertpapierhäusern wird im FINMA-RS 08/4 «Effektenjournal» präzisiert. Aufzeichnungs- und/oder Meldepflichten bestehen darüber hinaus auch für *Handelsplätze* und deren *Teilnehmer*, *Betreiber eines OHS*, *zentrale Gegenparteien* sowie für *Gegenparteien von Derivatgeschäften*.²³³

7. Ausnahmen von den BEX-Grundsätzen²³⁴

7.1 Institutionelle Kunden

Als *institutionelle Kunden* (diese Bezeichnung ist insofern etwas unglücklich, als dass sie weder dem allgemeinen Sprachgebrauch noch der MiFID II-Terminologie entspricht) gelten Finanzintermediäre nach dem [BankG](#), dem [FINIG](#) und dem [KAG](#), Versicherungsunternehmen nach dem [VAG](#), ausländische Kundinnen und Kunden, die einer prudenziellen Aufsicht unterstehen wie die vorgenannten Personen, Zentralbanken sowie nationale und

GesKR 2020 S. 36, 56

supranationale öffentlich-rechtliche Körperschaften mit professioneller Tresorerie.²³⁵ [Art. 20 Abs. 1 FIDLEG](#) bestimmt, dass bei Geschäften mit *institutionellen Kunden* die Bestimmungen des 2. Kapitels («Verhaltensregeln») keine Anwendung finden. Diesem Kundensegment ist in aufsichtsrechtlicher Hinsicht keine BEX geschuldet.²³⁶ Ohnehin wäre [Art. 18 FIDLEG](#) nicht auf Geschäfte des *Interbankenhandels* anwendbar, da die Parteien zivilrechtlich in aller Regel als Gegenparteien auftreten (siehe oben, Ziff. V.2.3b). Die Regelung im [FIDLEG](#) entspricht im Grundsatz der Rechtslage in der Europäischen Union für Geschäfte mit geeigneten Gegenparteien.²³⁷

Fondsleitungen im Sinne von [Art. 32 FINIG](#) haben auch nach Inkrafttreten des [FIDLEG](#) die Verhaltenspflichten in Art. 20 revKAG einzuhalten.²³⁸ Daraus ergibt sich ein inhaltlicher Widerspruch zum [FIDLEG](#), wonach Finanzdienstleister institutionellen Kunden keine BEX schulden. Demgegenüber verpflichtet Art. 20 revKAG Fondsleitungen, sicherzustellen, dass beigezogene Finanzdienstleister Gewähr für die Einhaltung der BEX-Grundsätze bieten.²³⁹ Es stellt sich daher die Frage, ob Fondsleitungen *de facto* von ihrer Möglichkeit, als professionelle Kunden gelten zu wollen, Gebrauch machen müssen (*opting in* nach [Art. 5 Abs. 6 FIDLEG](#)). Ferner stellt sich die Frage, ob *Vorsorgeeinrichtungen* und Einrichtungen, die nach ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen, sowie deren Vermögensverwalter aufgrund ihrer treuhänderischen Sorgfaltspflicht von [Art. 51b Abs. 2 BVG de facto](#) kein *opting out* (im Falle von Vermögensverwaltern: namens ihrer Kunden) nach [Art. 5 Abs. 3 FIDLEG](#) zum institutionellen Kunden erklären dürfen.

7.2 Professionelle Kunden

Gegenüber *professionellen Kunden*, die nicht nach [Art. 4 Abs. 4 FIDLEG](#) als institutionelle Kunden gelten, ist BEX geschuldet. Sie können auch nicht formell auf die Einhaltung der BEX-Pflicht gemäss [Art. 18 FIDLEG](#) verzichten (siehe aber unten, Ziff. V.7.4).²⁴⁰

²³³ *Handelsplätze*: [Art. 28 Abs. 2 FinfraG](#); *Teilnehmer*: [Art. 38 f. FinfraG](#) i.V.m. [Art. 36 f. FinfraV](#) i.V.m. [Art. 1 ff. FinfraV-FINMA](#) i.V.m. FINMA-RS 08/4 «Effektenjournal» bzw. FINMA-RS 18/2 «Meldepflicht Effektengeschäfte»; *Betreiber eines OHS*: [Art. 39 Abs. 2 FinfraV](#); *zentrale Gegenparteien*: [Art. 44 FinfraV](#); *Gegenparteien von Derivatgeschäften*: [Art. 104 FinfraG](#).

²³⁴ Für den Fall, dass die Rechtsnormen des [FIDLEG](#) ausschliesslich dem Aufsichtsrecht zuzurechnen sind, stellt sich die Frage, ob und wie die Ausnahmen von der BEX-Pflicht aufgrund einer allfälligen Ausstrahlungswirkung auch im Privatrecht Geltung erlangen würden; siehe hierzu den Beitrag von Sandro Abegglen in der ZSR (FN 80); vgl. ferner Abegglen/Luterbacher (FN 66), 467 f. m.w.H.

²³⁵ Art. 4 Abs. 4 i.V.m. Art. 4 Abs. 3 lit. a–d [FIDLEG](#).

²³⁶ Demgegenüber war sich die Literatur zu [Art. 11 BEHG](#) *uneinig* darüber, ob die Verhaltenspflichten auch auf prudenziell regulierte Marktteilnehmer anwendbar sind; siehe etwa Thévenoz (FN 95), 22; Wyss (FN 21), 217; BSK [BEHG/FINMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 22, 26; ferner Mirjam Eggen/Christian Staub, Kundensegmentierung – Panacea oder Abschied vom mündigen Anleger?, [GesKR 1/2012, 55 ff.](#), 68.

²³⁷ Vgl. Art. 30 (1) und (2) MiFID II.

²³⁸ Dies ist u.E. darum bedeutsam, weil Fondsleitungen, die ihre *eigenen* Fonds verwalten (inkl. Portfolioverwaltung), mangels Erbringung einer Finanzdienstleistung für einen Kunden das [FIDLEG](#) nicht einzuhalten haben.

²³⁹ Art. 20 revKAG gilt auch für den *Verwalter von Kollektivvermögen* im Sinne von [Art. 24 Abs. 1 FINIG](#), der als «Beauftragter» der Fondsleitung tätig ist (vgl. [Art. 35 Abs. 1 FINIG](#)).

²⁴⁰ [Art. 20 Abs. 2 FIDLEG](#) *e contrario*.



7.3 Geschäftserfahrenheit und Fachkenntnisse

Fraglich ist, ob Finanzdienstleister bei der Erfüllung der BEX-Pflicht die Geschäftserfahrenheit und Fachkenntnisse ihrer Kunden berücksichtigen und entsprechend bei erfahrenen Kunden mit den notwendigen Fachkenntnissen einen niedrigeren BEX-Massstab ansetzen dürfen.²⁴¹ Davon ist u.E. nicht auszugehen, trägt das [FIDLEG](#) mit der Kundensegmentierung in [Art. 4 FIDLEG](#) den unterschiedlichen Graden an Geschäftserfahrenheit und Fachkenntnissen bereits Rechnung und schafft damit eine aufsichtsrechtlich *abschliessende* Abstufung möglicher Kundenkategorien.²⁴² Dies schliesst u.E. allerdings nicht zum Vornherein aus, dass der Finanzdienstleister *innerhalb* eines Kundensegments auch aufsichtsrechtlich weiterhin den Umständen des Einzelfalles Rechnung tragen kann (siehe unten, Ziff. V.7.5).

7.4 Wegbedingung und Verzicht

[Art. 18 FIDLEG](#) ist eine zwingende Norm jedenfalls des auch öffentlichen Rechts (siehe oben, Ziff. V.1.1). Eine *generelle vertragliche Wegbedingung* von BEX (z.B. in den Bank-AGB) ist darum nicht möglich.²⁴³ Der Kunde ist allerdings nicht verpflichtet, auf die Ausführung seiner Aufträge nach den BEX-Vorgaben zu bestehen, sondern er kann einseitig davon abweichen: Damit konkretisieren die *Weisungen* des Kunden den Kundenauftrag mit verbindlichen Rechtswirkungen nicht nur für das privatrechtliche Rechtsverhältnis zum Finanzdienstleister (siehe oben, Ziff. 4.2), sondern auch in aufsichtsrechtlicher Hinsicht (vgl. [Art. 21 Abs. 2 FIDLEG](#)). U.E. spielt es keine Rolle, ob solche Kundenweisungen, die in ihrer Wirkung einem *formellen Verzicht* auf BEX gleichkommen können, *ad hoc* oder generell-abstrakt im Voraus (z.B. in einem schriftlichen Dokument) erteilt werden. Der Kunde kann bspw. in einer allgemein gehaltenen Weisung dem Finanzdienstleister anordnen, Aktien eines

GesKR 2020 S. 36, 57

bestimmten Unternehmens für *alle* künftigen Aufträge an der Frankfurter Börse zu erwerben oder den Verkauf von Goldzertifikaten *immer* über denselben *US-Broker* auszuführen. Zulässig muss in gleicher Weise auch die Einschränkung der Ausführungsplätze auf eine *einzig*e Börse oder einen *einzig*en Broker sein. Es ist ferner nicht ausgeschlossen, dass der Finanzdienstleister dem Kunden Vorschläge zu Ausführungsplätzen macht, gestützt auf welche der Kunde seine Weisungen erteilt, sofern die Vorschläge im Einklang mit der Ausführungspolicy gemacht werden. Immerhin muss der Finanzdienstleister den Kunden – zumindest in den Fällen, in denen er eine vertragliche Treuepflicht gegenüber dem Kunden hat – über mögliche Nachteile von dessen Weisungen informieren (siehe oben, Ziff. 4.3).

Anders als [Art. 18 FIDLEG](#) sieht [Art. 39 Abs. 3 FinfraV](#) ausdrücklich vor, dass Kunden bzw. Benutzer eines diskretionären, multilateralen OHS auf eine bestmögliche Erfüllung ihres Auftrages durch den Betreiber *verzichten* können.²⁴⁴ Das FINMA-RS 18/1 «Organisierte Handelssysteme» sieht diese Verzichtsmöglichkeit auch für Kunden bzw. Benutzer bilateraler OHS vor: «Ausnahmen von der bestmöglichen Erfüllung sind zulässig, wenn die betroffenen Kunden für das jeweilige Geschäft ausdrücklich auf eine bestmögliche Erfüllung verzichtet haben [oder eine ausdrückliche Weisung des Benutzers vorliegt].»²⁴⁵ Die Verzichtserklärung kann nach einer Ansicht in der Literatur auch generell-abstrakt im Voraus abgegeben werden.²⁴⁶

²⁴¹ *Bejahend* für die BEX-Pflicht gemäss [Art. 11 BEHG](#) BSK [BEHG/FinMAG-Bahar/Stupp](#), Art. 11 N 61: «Nach der hier vertretenen Auffassung ist insbesondere das Erfordernis der bestmöglichen Erfüllung je nach Kundentypus abstufbar.»; *ähnlich* zu Art. 20 altKAG BSK [KAG-Pfenninger/Nüesch](#), Art. 20 N 22; *zurückhaltender* OFK [BEHG-Weber](#), Art. 11 N 12; *ablehnend* Roth (FN 207), 79; Adrian Schoop, Kundensegmentierung am Point of Sale, Diss. St. Gallen 2014, 96 f. (= SGFM 10); Küng/Huber/Kuster, [BEHG-Kommentar](#), Art. 11 N 35, Bd. II, Zürich 2004. Zum Konzept des Aufklärungsbedarfs siehe Sandro Abegglen, Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft, Diss. Bern 1995, 172 ff., 197 (= ASR 573).

²⁴² Ohnehin führte die Berücksichtigung solcher persönlichen Merkmale des Kunden nach [Art. 11 Abs. 2 BEHG](#) und Art. 20 altKAG *de facto* lediglich zu einer Abstufung der *Informationspflicht*; siehe hierzu statt vieler Thévenoz (FN 95), 22; Roth, Art. 11 N 68; BSK [KAG-Pfenninger/Nüesch](#), Art. 20 N 33.

²⁴³ In *privatrechtlicher* Hinsicht ist die Wegbedingung der BEX *in preislicher Hinsicht* möglich (siehe oben, Ziff. II.2). Auf den Kerngehalt der auftragsrechtlichen Rechenschaftspflicht kann indes i.d.R. nicht verzichtet werden; vgl. BSK [OR I-Oser/Weber](#), Art. 400 N 21; BK-Fellmann, [OR 400](#) N 58; *a.M.* Roth, Art. 11 N 150.

²⁴⁴ Vgl. ferner FINMA-RS 18/1 «Organisierte Handelssysteme», Rz. 26.

²⁴⁵ FINMA-RS 18/1 «Organisierte Handelssysteme», Rz. 28.

²⁴⁶ Siehe BSK [FinMAG/FinfraG-Studer/Vollenweider](#), Art. 44 N 12.



7.5 Four-Fold-Test

Die Europäische Kommission hat unter MiFID I den vierstufigen Handelsbeziehungstest (*Four-Fold-Test* oder *Legitimate Reliance*) im Zusammenhang mit der Ausführung von Aufträgen von Privat- und professionellen Kunden nach EU-Recht eingeführt.²⁴⁷ Dieser Test hat auch unter MiFID II Bestand. Er ermöglicht Wertpapierfirmen, zu prüfen, ob ein Kunde aufgrund der Ausführungsumstände sich berechtigterweise darauf verlassen darf, dass sein Auftrag nach den BEX-Grundsätzen ausgeführt wird. Die Prüfung erfolgt anhand der folgenden vier Fragen: (1) Ging die Initiative zur Transaktion vom Kunden aus? (2) Hat der Kunde aufgrund bestehender Marktpraxis die Möglichkeit, Preisofferten von unterschiedlichen Anbietern einzuholen (*to shop around*)? (3) Ist die relative Preistransparenz des vom Kunden nachgefragten Finanzinstruments hoch und am Markt verfügbar? (4) Weisen die dem Kunden von der Wertpapierfirma bereitgestellten Informationen und die vertraglichen Abmachungen zwischen den Parteien auf die Nichtanwendbarkeit einiger oder aller BEX-Grundsätze hin? Falls *sämtliche* Antworten auf diese Fragen positiv ausfallen, ist es weniger wahrscheinlich, dass sich der (i.d.R. professionelle) Kunde berechtigterweise auf die Einhaltung der BEX-Grundsätze verlassen darf.²⁴⁸

Der Bundesrat hat auf die Einführung des *Four-Fold-Tests* ausdrücklich verzichtet, weil sich die «komplizierte und auch nicht leicht vermittelbare Regelung» nicht mit der prinzipienbasierten Regulierung der Schweiz verträge.²⁴⁹ Dies schliesst jedoch nicht aus, dass der Test im Einzelfall Geltung unter dem Regime von [Art. 18 FIDLEG](#) erlangen kann: So schuldet der Finanzdienstleister keine BEX, wenn er nach Treu und Glauben und nach allen Umständen davon ausgehen kann, dass der Kunde von ihm offensichtlich keine solche erwartet.²⁵⁰ Die Schweizer Praxis trägt zu Recht bereits heute den Erwartungen des Kunden Rechnung, indem sie die Anwendbarkeit von [Art. 11 BEHG](#) und nun [Art. 18 FIDLEG](#) davon abhängig macht, ob der Kunde die Wahrung seiner Interessen durch den Finanzdienstleister erwartet, wobei er sich nicht auf die Einhaltung der BEX verlassen darf, wenn der Finanzdienstleister als Gegenpartei mit erkennbarem Eigeninteresse auftritt (siehe oben, Ziff. V.2.3b). Ausserdem kann als allgemeiner Grundsatz festgehalten werden, dass die BEX-Grundsätze ohnehin nur insoweit Geltung erlangen können, als der Finanzdienstleister die Ausführung des Kundenauftrages in finanzieller, zeitlicher, quantitativer und qualitativer bzw. örtlicher Hinsicht mit zumutbarer Sorgfalt im Interesse des Kunden *beeinflussen* kann. Insbesondere bei Primärmarktemissionen und massgeschneiderten Finanzinstrumenten wird der Finanzdienstleister i.d.R. nur einen kleinen Einfluss auf die Ausführungsparameter haben. Das alleinige Abstellen auf die Frage, von wem die Initiative zur Transaktion ausgeht, dürfte u.E. allerdings i.d.R. nicht für eine Ausnahme von [Art. 18 FIDLEG](#) ausreichend sein.²⁵¹

8. Besondere Konstellationen

8.1 Vermögensverwaltung

Die Vermögensverwaltung durch Finanzinstitute im Sinne [Art. 17 Abs. 1 FINIG](#) zeichnet sich durch eine rechtliche Dreiecksbeziehung aus: Während der Kunde mit dem externen Vermögensverwalter einen Vermögensverwaltungsvertrag abschliesst, unterhält er mit der Depotbank bzw. dem Wertpapierhaus eine Konto-/De-

GesKR 2020 S. 36, 58

potbeziehung (*Execution-only-Geschäft*).²⁵² Der externe Vermögensverwalter erteilt der Depotbank auf Basis einer Vollmacht des Kunden Aufträge, welche die Depotbank sodann unter Beachtung der BEX-Grundsätze ausführt.²⁵³ Da er selbst keine Kundenaufträge ausführen kann bzw. darf, sondern diese lediglich als direkter Stellvertreter des Kunden an die Depotbank erteilt, schuldet der Vermögensverwalter

²⁴⁷ Siehe Europäische Kommission, Working Document ESC-07-2007, 19. März 2007, Rz. 8.

²⁴⁸ EU-Kommission (FN 247), Rz. 9.

²⁴⁹ EFD (FN 97), 30.

²⁵⁰ EFD (FN 97), 30.

²⁵¹ So aber anscheinend BSK [BEHG/FINMAG](#)-Bahar/Stupp, Art. 11 N 63.

²⁵² Statt vieler Benedict Burg, Kundenschutz bei externer Vermögensverwaltung, Diss. Zürich 2013, N 49 ff., 306 ff. (= SSFM 107).

²⁵³ Zum Kommissionsverhältnis des Kunden mit der Depotbank insbesondere Burg (FN 252), N 317 ff.



seinen Kunden *keine technische BEX* gemäss [Art. 18 FIDLEG](#).²⁵⁴ Die Verhaltenspflichten von [Art. 17–19 FIDLEG](#) kommen darum auf externe Vermögensverwalter und im Übrigen auch auf Verwalter von Kollektivvermögen im Sinne von [Art. 24 Abs. 1 FINIG](#) u.E. lediglich indirekt bzw. *sinngemäß* zur Anwendung.²⁵⁵ Anders gestaltet sich die rechtliche Situation natürlich, wenn der Vermögensverwalter über die notwendigen Bewilligungen der FINMA (d.h. Wertpapierhaus gemäss [Art. 41 lit a FINIG](#)) und technischen Systeme zur Ausführung von Kundenaufträgen verfügt und daher Einfluss auf die Ausführungsqualität der Transaktionen nehmen kann (so z.B. der bankinterne Vermögensverwalter).²⁵⁶ Vermögensverwalter haben allerdings im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Veräusserung von Finanzinstrumenten dafür zu sorgen, dass Intermediäre,²⁵⁷ die von ihnen mit der Ausführung von Anlageentscheidungen beauftragt werden, Gewähr für die Einhaltung von [Art. 18 FIDLEG](#) bieten (vgl. Art. 22 Abs. 1 altKAG).²⁵⁸ Sie schulden darum in erster Linie die *sorgfältige Auswahl und Instruktion* des ausführenden Intermediärs im Hinblick auf die mit dem Kunden vereinbarte Anlagestrategie.²⁵⁹ Der Vermögensverwalter darf sich als Regel darauf verlassen, dass die Ausführungspolicy des Intermediärs den gesetzlichen Anforderungen entspricht und dass dieser sich an deren Vorgaben hält. Fraglich ist demgegenüber, ob Vermögensverwalter bereits bei der Empfehlung betreffend Wahl der Depotbank [Art. 18 FIDLEG](#) Rechnung tragen müssen. Da es sich bei dieser Tätigkeit nicht um eine Finanzdienstleistung im Sinne des Gesetzes handelt (siehe oben, Ziff. V.2.3a), ist dies u.E. jedenfalls vom [FIDLEG](#) nicht verlangt.²⁶⁰

8.2 Massgeschneiderte Finanzinstrumente

Die BEX-Pflicht von [Art. 18 FIDLEG](#) soll nach dem Willen des Gesetzgebers auch auf nicht standardisierte, massgeschneiderte (d.h. *tailormade* bzw. *bespoke*) Finanzinstrumente zur Anwendung kommen (siehe oben, Ziff. V.2.3c). Dazu gehören insbesondere *derivative Finanzprodukte*, die zwischen den Parteien bilateral ausgehandelt werden, um bspw. das spezifische betriebliche Risikoprofil des Erwerbers abzusichern. Aufgrund ihrer individualisierten Ausgestaltung sind solche Derivatkontrakte für den organisierten Handel nicht geeignet und werden deshalb, wenn überhaupt, lediglich *OTC*-gehandelt.²⁶¹ Diesen Umständen dürfen Finanzdienstleister bei der Ausführung eines Kundenauftrages Rechnung tragen: Den *zeitlichen* Aspekt der Ausführung kann der Finanzdienstleister aufgrund der allenfalls zeitintensiven Verhandlungen der Kontraktbedingungen nur bedingt beeinflussen. In *finanzieller* Hinsicht besteht die Herausforderung darin, dass für massgeschneiderte Finanzinstrumente je nach Strukturierung kein interner oder externer Referenzpreis besteht, mit dem sie verglichen werden können.²⁶² Die BEX-Grundsätze sind ausserdem hinsichtlich der bei der Auswahl der Vertragspartei anzuwendenden Sorgfalt indirekt relevant, wenn der Vertragsabschluss durch einen Finanzdienstleister vermittelt wird und die Vermittlung eine Finanzdienstleistung im Sinne des Gesetzes darstellt. Allerdings gilt es zu beachten, dass die Vertragsparteien eines Derivatgeschäfts i.d.R. professionelle und institutionelle Kunden sind, welche den Kontrakt unmittelbar als Gegenparteigeschäft abschliessen.²⁶³ Auf solche *OTC*-Transaktionen ist [Art. 18 FIDLEG](#) regelmässig gar nicht anwendbar (siehe oben, Ziff. V.2.3b).

²⁵⁴ Freilich hat der Vermögensverwalter die Interessen des Kunden im Rahmen der Umsetzung der mit dem Kunden vereinbarten Anlagestrategie, namentlich bei der Auswahl der Finanzinstrumente, bestmöglich zu wahren; vgl. FINMA-RS 09/1 «Eckwerte zur Vermögensverwaltung», Rz. 14. Für Banken gilt Art. 7 Abs. 1 SBVg-Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge 2017: «Die Bank ist verpflichtet, die ins verwaltete Portfolio des Kunden aufzunehmenden Anlagen mit Sorgfalt auszuwählen.»

²⁵⁵ Siehe EFD (FN 97), 29, das davon spricht, dass Vermögensverwalter nur «sehr beschränkt direkte Adressaten» von [Art. 18 FIDLEG](#) sind; ferner BSK [KAG](#)-Pfenninger/Nüesch, Art. 22 N 1.

²⁵⁶ Fälle, in denen eine Bank ein Rechtsgeschäft mit ihrem Vermögensverwaltungskunden als Gegenpartei abschliesst, können aufgrund der Benachteiligungsgefahr des Kunden heikle Fragen in der Praxis aufwerfen.

²⁵⁷ Bei externen bzw. bankunabhängigen Vermögensverwaltern wird es sich beim Intermediär i.d.R. um die konto- und depotführende Bank des Kunden handeln.

²⁵⁸ Siehe Carlo Lombardini, La protection de l'investisseur sur le marché financier, Genf 2012, 704 f.; Eggen (FN 207), § 37 Rn. 18. Vgl. in diesem Zusammenhang die BEX-Pflichten im europäischen Fondsrecht, insbesondere Art. 27 ff. Delegierte Verordnung (EU) 231/2013 zu AIFMD und Art. 14 (1) UCITS-Richtlinie (2009/65/EG).

²⁵⁹ Siehe Lang (FN 207), § 18 Rn. 11; ähnlich Schäfer (FN 207), § 8 Rn. 43 f.

²⁶⁰ So aber EFD (FN 97), 30.

²⁶¹ Siehe Franca Contratto, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Diss. Freiburg, Zürich 2006, 17; vgl. die Pflichten von Gegenparteien im Zusammenhang mit dem *OTC*-Derivatehandel in [Art. 97 ff. FinfraG](#).

²⁶² Vgl. Art. 64 (4) Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 zu MiFID II; ausführlich ESMA (FN 136), 19 f.; hinsichtlich *Contracts for Difference (CFDs)* siehe Vaik Müller, La commercialisation de produits dérivés OTC à des clients privés: aspects réglementaires, [GesKR 3/2019, 449 ff.](#), 455 f.

²⁶³ Siehe Contratto (FN 261), 149, 154, 396 f. FN 1193; ferner Giger (FN 121), 155 f., 182 f.

9. Konkretisierungsbedürftigkeit

Gemäss Botschaft des Bundesrates sind die BEX-Vorgaben in [Art. 18 FIDLEG](#) konkretisierungsbedürftig.²⁶⁴ Im Vergleich zu [Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG](#) fällt die Formulierung von [Art. 18 FIDLEG](#) allerdings nicht mehr gleich offen aus. Zudem enthalten Gesetz und Verordnung, allen voran [Art. 21 FIDLEV](#), weitere Bestimmungen, die bisher – zumindest teilweise – Niederschlag in den Standesregeln der SBVg und SFAMA gefunden haben.

Hinsichtlich *bankspezifischer* Tätigkeiten, die in den Geltungsbereich von [Art. 18 FIDLEG](#) fallen, ist derzeit unklar, welche Bedeutung der Selbstregulierung zukommen wird. Die allenfalls revidierten SBVg-Verhaltensregeln dürften sich voraussichtlich nur noch der eigentlichen Auftragsausführung widmen, enthalten doch das [FIDLEG](#) und [FIDLEV](#) Regeln zum Umgang mit Interessenkonflikten und zur Kostentransparenz.²⁶⁵ Denkbar wäre bspw. eine Konkretisierung der Ausführungskriterien anhand der unterschiedlichen Bedürfnisse der in der Schweiz tätigen Bankarten und deren Zugang zu den Finanzmärkten (siehe oben, Ziff. 3.4) oder der Anwendungsbedingungen des *Four-Fold-Tests* für verschiedene Geschäftstypen (siehe oben, Ziff. 7.5). Für *fondspezifische* Tätigkeiten dürfte die Selbstregulierung in Bezug auf BEX weiterhin eine wesentliche Funktion einnehmen: Personen, die kollektive Kapitalanlagen verwalten, aufbewahren oder vertreten, sowie ihre Beauftragten haben Elemente einer BEX-Pflicht unmittelbar gestützt auf Art. 20 revKAG einzuhalten, soweit sie mit der (auch nur teilweisen) Ausführung von Kundenaufträgen befasst sind. Dies wird insbesondere auf Verwalter von Kollektivvermögen zutreffen, die im Namen und für Rechnung einer Fondsleitung kollektive Kapitalanlagen verwalten, denn sie schulden der Fondsleitung, die als institutionelle Kundin gilt, keine BEX nach [Art. 18 FIDLEG](#) (siehe oben, Ziff. 7.1). Es wird sich zeigen, ob und in welcher Weise die allenfalls revidierten SFAMA-Verhaltensregeln vom Pflichtenheft gemäss [Art. 18 FIDLEG](#) abweichen bzw. dieses ergänzen werden.

VI. Fazit

Im Handel mit Finanzinstrumenten schuldet der Agent dem Prinzipal gestützt auf Auftrags- bzw. Kommissionsrecht die bestmögliche Ausführung von dessen Aufträgen (eine Ausnahme stellen Gegenparteigeschäfte dar, auf welche ausschliesslich Kaufrecht zur Anwendung gelangt). [Art. 18 FIDLEG](#) gilt sodann für alle Personen, die gewerbsmässig eine Finanzdienstleistung für einen Kunden (mit Ausnahme von institutionellen Kunden, welche kein *opting in* erklärt haben) erbringen *und* in diesem Rahmen einen Kundenauftrag ausführen. Die Rechtslage entspricht derjenigen für Kundenhändler gemäss [Art. 3 Abs. 5 BEHV](#) (entsprechend ist bei Gegenparteigeschäften auch gemäss [FIDLEG](#) keine BEX geschuldet). Bei [Art. 18 FIDLEG](#) handelt es sich jedoch *nicht* um eine blosser Übernahme der BEX-Grundsätze aus dem [BEHG](#) und altKAG bzw. den dazugehörigen Standesregeln. Konkret erfolgt mit der neuen Bestimmung eine teilweise Anpassung der BEX-Vorgaben an das EU-Recht *in puncto* Wahl des Ausführungsplatzes und massgeschneiderter Finanzinstrumente. Schliesslich kann festgehalten werden, dass der unter MiFID II akzeptierte *Four-Fold-Test* in gewissen Aspekten auch für die Schweiz relevant ist. Es bleibt abzuwarten, inwieweit [Art. 18 FIDLEG](#) und Art. 20 revKAG noch weitere Konkretisierung in der Selbstregulierung der SBVg bzw. SFAMA erfahren.

²⁶⁴ Botschaft (FN 64), 8961.

²⁶⁵ Vgl. aber zur Frage, ob die Bestimmungen betreffend Dokumentation und Rechenschaft in gewissen Punkten weiterhin konkretisierungsbedürftig sind, oben Ziff. V.6.2.