

## Aufklärungspflichten über Gewinnmargen und Provisionen beim Wertpapiervertrieb

### *Disclosure requirement on profit margins and commissions in the sales of securities*

Die Offenlegungspflicht der Bankenvergütung beim Wertpapiervertrieb ist Gegenstand zahlreicher, teilweise widersprüchlicher Entscheidungen deutscher Gerichte. Dies gab dem Bundesgerichtshof Gelegenheit, sich in mehreren Urteilen mit dieser Thematik auseinanderzusetzen, zuletzt im Juni und Oktober dieses Jahres. Im folgenden erhalten Sie eine Zusammenfassung seiner aktuellen Rechtsprechung, die insbesondere für den Vertrieb von Zertifikaten von besonderer Relevanz ist.

#### Grundsatz: keine Offenlegungspflicht der Gewinnmarge

Kreditinstitute führen Kundenaufträge zum Kauf von Wertpapieren regelmäßig als Festpreisgeschäft oder im Wege der Kommission aus (Nr. 1 Abs. 1 *Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*). In beiden Fällen besteht nach der aktuellen Rechtsprechung des BGH bis auf zwei Ausnahmen keine Offenlegungspflicht der Bank über ihren dabei erzielten Gewinn.

#### Festpreisgeschäft

Bei Festpreisgeschäften ist das Kreditinstitut nicht verpflichtet, seine Gewinnmarge offenzulegen. Hierbei ist unerheblich, ob es sich auf Seiten der Bank um einen Fall des Eigenhandels (Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere, vgl. § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 WpHG) oder des Eigengeschäfts (Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, die keine Dienstleistung für andere im Sinne des § 2 Abs. 3 Nr. 2 S. 1 WpHG darstellt, vgl. § 2 Abs. 3 S. 2 WpHG) handelt. Entscheidend ist allein, dass die Bank in der Stellung des Verkäufers auftritt (BGH, Urteil vom 16. Oktober 2012, XI ZR 367/11, Rn. 29). Dann ist es für den Kunden offensichtlich, dass die Bank eigene

*The disclosure requirement on banks' remuneration in the sales of securities is the subject of numerous, sometimes contradictory decisions of German courts. The Federal Supreme Court (Bundesgerichtshof, BGH) took the opportunity to deal with this issue in various decisions, most recently in June and October 2012. The following sections will provide you with a summary of the BGH's most current jurisdiction, which is in particular relevant for the sale of certificates.*

#### Principle: No disclosure requirement on profit margin

*Credit institutions regularly execute customer orders on the purchase of securities as dealing on own account with fixed price or on a commission basis (No. 1 paragraph 1 Special Conditions for Dealings in Securities). Pursuant to current BGH jurisdiction, banks are, in both cases, apart from two exceptions not required to disclose their profit obtained.*

#### Fixed-price transaction

*When conducting a fixed-price transaction, credit institutions are not obliged to disclose their profit margin. It is irrelevant if the transaction is a proprietary trading (purchase or sale of financial instruments on the bank's own account as a service to others, cf. Section 2 paragraph 3 sentence 1 no. 2 German Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz, WpHG)) or a proprietary business (purchase and sale of financial instruments on the bank's own account that are no service for others, pursuant to Section 2 paragraph 3 no. 2 sentence 1 WpHG, cf. Section 2 paragraph 3 sentence 2 WpHG). The only decisive factor is that the bank acts as the seller (BGH, decision of October 16, 2012, XI ZR 367/11, margin no.*

(Gewinn-) Interessen verfolgt, so dass darauf nicht gesondert hingewiesen werden muss (vgl. u. a. BGH, Urteil vom 16. Oktober 2012, XI ZR 367/11, Rn. 27; BGH, Urteil vom 22. März 2011, XI ZR 33/10, Rn. 38; BGH, Urteil vom 27. September 2011, XI ZR 178/10, Rn. 40). Dies gilt unabhängig davon, ob die Bank eigene Anlageprodukte oder fremde Anlageprodukte empfiehlt (u. a. BGH, Urteil vom 16. Oktober 2012, XI ZR 367/11, Rn. 27). Keine Rolle spielt auch, ob die Bank die Anlageprodukte vor oder nach dem Beratungsgespräch mit dem Kunden erwirbt. Eine Aufklärungspflicht der Bank besteht auch dann nicht, wenn die Bank beim Einkauf des Wertpapiers einen geringeren Preis zahlt, als sie ihrerseits bei der Weiterveräußerung dem Anleger in Rechnung stellt, wenn hierdurch der Wert des Papiers nicht beeinträchtigt wird (u. a. BGH, Urteil vom 27. September 2011, XI ZR 182/10, Rn. 39). Auch ist unerheblich, in welcher Weise die Bank bei einem Veräußerungsgeschäft ihr Gewinninteresse realisiert. Insbesondere kann dahinstehen, ob eine Bank anlässlich des Vertriebs des Wertpapiers von der Emittentin eine „Provision“ oder einen „Rabatt“ erhält (BGH, Urteil vom 16. Oktober 2012, XI ZR 367/11, Rn. 28).

#### Kommissionsgeschäft

Auch beim Kommissionsgeschäft gilt der Grundsatz, dass keine Offenlegungspflicht über die von der Bank empfangenen Provisionen besteht (BGH, Urteil vom 26. Juni 2012, XI ZR 355/11, Rn. 27; BGH, Urteil vom 16. Oktober 2012, XI ZR 367/11, Rn. 32). Denn häufig ist es alleine dem Zufall überlassen, ob der Wertpapiererwerb im Wege der (Einkaufs-) Kommission für den Anleger oder im Wege eines Festpreisgeschäfts erfolgt (BGH, Urteil vom 26. Juni 2012, XI ZR 355/11, Rn. 49). Wenn der Anleger neben dem dem Nennwert entsprechenden Preis des Wertpapiers weder eine Kommissionsgebühr noch sonstige Aufschläge an die Bank zu entrichten hat, stellt sich die Abwicklung des Effektengeschäfts aus seiner Sicht in wirtschaftlicher Hinsicht genauso wie bei einem Festpreisgeschäft der Bank dar (BGH, Urteil vom 26. Juni 2012, XI ZR 355/11, Rn. 49). Auch im Rahmen des Kommissionsgeschäfts ist die Gewinnerzielungsabsicht der Bank offensichtlich, so dass hierüber nicht aufgeklärt werden muss (BGH, Urteil vom 26. Juni 2012, XI ZR 355/11, Rn. 27).

*29). It is then obvious for the customer that the bank pursues its own (profit) interests, and no specific reference in this regard is required (cf., inter alia, BGH, decision of October 16, 2012, XI ZR 367/11, margin no. 27; BGH, decision of March 22, 2011, XI ZR 33/10, margin no. 38; BGH, decision of September 27, 2011, XI ZR 178/10, margin no. 40). This applies irrespective of whether the bank recommends its own or external investment products (inter alia, BGH, decision of October 16, 2012, XI ZR 367/11, margin no. 27). It is irrelevant in this context whether the bank purchases the investment products before or after the advisory meeting with the customer. There is no disclosure requirement for the bank, even if it pays a lower price for the purchase of the securities than it invoices the investor when reselling the product, provided that the value of the securities is not affected (inter alia, BGH, decision of September 27, 2011, XI ZR 182/10, margin no. 39). Furthermore, it is irrelevant how the bank realizes its profit interests during a sales transaction. It is particularly insignificant whether a bank receives a “commission” or a “discount” from the issuer for the sale of the securities (BGH, decision of October 16, 2012, XI ZR 367/11, margin no. 28).*

#### Commission-based transaction

*For the commission-based transaction as well, there is no disclosure requirement on the commissions received by the bank (BGH, decision of June 26, 2012, XI ZR 355/11, margin no. 27; BGH, decision of October 16, 2012, XI ZR 367/11, margin no. 32). Frequently, it is left to chance whether the purchase of securities is effected on a (purchase) commission basis for the investor, or as a fixed-price transaction (BGH, decision of June 26, 2012, XI ZR 355/11, margin no. 49). Provided that the investor only pays the price for the securities, which is equivalent to the nominal value, but does not have to pay commission or other charges to the bank, the commission-based transaction is, from the investor's economic perspective, identical to the fixed-price transaction (BGH, decision of June 26, 2012, XI ZR 355/11, margin no. 49). The bank's intention to make a profit is obvious in the context of commission-based transactions as well, so that no disclosure in this regard is required (BGH, decision of June 26, 2012, XI ZR 355/11, margin no. 27).*

## Ausnahmen

Von dem Grundsatz der nicht bestehenden Offenlegungspflicht von Provisionen gibt es zwei wichtige Ausnahmen. Es handelt sich hierbei um die Offenlegungspflichten bei Rückvergütungen (Kick-Backs) und Innenprovisionen.

### Rückvergütungen (Kick-Backs)

Rückvergütungen sind Provisionen des Emittenten an die Bank, welche dieser aus gegenüber dem Anleger offen ausgewiesenen Provisionen, wie zum Beispiel Ausgabeaufschlägen oder Verwaltungsgebühren, bezahlt. Diese sind offenlegungspflichtig, weil sonst für den Anleger das besondere Interesse der beratenden Bank an der Empfehlung gerade dieses Produkts nicht ersichtlich ist (u. a. BGH, Urteil vom 16. Oktober 2012, XI ZR 367/11, Rn. 34; BGH, Beschluss vom 9. März 2011, XI ZR 191/10, Rn. 25; BGH, Beschluss vom 24. August 2011, XI ZR 191/10, Rn. 4).

Keine Offenlegungspflicht über Rückvergütungen besteht jedoch für den freien, nicht bankenmäßig gebundenen Anlageberater. Dieser muss nicht ungefragt über eine von ihm bei der Anlage erwartete Provision aufklären. Es liegt für den Anleger nämlich auf der Hand, dass der Anlageberater von dem Emittenten Vertriebsprovisionen erhält (BGH, Urteil vom 3. März 2011, III ZR 170/10, Rn. 20).

### Innenprovisionen

Unter Innenprovisionen sind nicht ausgewiesene Vertriebsprovisionen zu verstehen, die versteckt in Anschaffungs- oder Herstellungskosten des Wertpapiers enthalten sind. Über die Existenz und Höhe von Innenprovisionen ist dann aufzuklären, wenn sie Einfluss auf die Werthaltigkeit der vom Anleger erworbenen Anlage haben und deswegen beim Anleger insoweit eine Fehlvorstellung hervorrufen können (BGH, Urteil vom 27. September 2011, XI ZR 178/10, Rn. 42; BGH, Urteil vom 12. Februar 2004, III ZR 359/02).

## Exceptions

*There are two important exceptions from the principle that disclosure requirements on commissions do not exist: the disclosure requirement on kick-backs, and that on internal commissions.*

### Kick-Backs

*Kick-backs are commissions paid by the issuer to the bank. The issuer pays the commissions from commissions that are openly disclosed to the investor, such as agio or administration fees. These must be disclosed, as otherwise the interest of the advising bank in the recommendation of the specific product would not be evident to the investor (inter alia, BGH, decision of October 16, 2012, XI ZR 367/11, margin no. 34; BGH, order of March 9, 2011, XI ZR 191/10, margin no. 25; BGH, order of August 24, 2011, XI ZR 191/10, margin no. 4).*

*However, independent investment advisors that are not bound to a bank are not subject to the disclosure requirement on kick-backs. Without being asked accordingly, they are not obliged to provide an explanation on a commission expected from an investment. For the investor, it is obvious that investment advisors receive sales commissions from the issuer (BGH, decision of March 3, 2011, III ZR 170/10, margin no. 20).*

### Internal commissions

*Internal commissions are undisclosed sales commissions that are covertly contained in the securities purchase or set-up costs. The existence and amount of internal commissions must always be disclosed if they have an influence on the value of the investment purchased by the investor, as they might cause a misconception on the part of the investor (BGH, decision of September 27, 2011, XI ZR 178/10, margin no. 42; BGH, decision of February 12, 2004, III ZR 359/02).*

Sollten Sie zu dieser Publikation noch mehr Informationen wünschen, wenden Sie sich bitte an einen der folgenden Ansprechpartner:

*If you have any questions or require specific advice on any matter discussed in this publication, please contact one of the lawyers listed below:*

**Dr. Jan Kraayvanger**

Partner, Frankfurt am Main  
T +49 69 7941 2271  
jkraayvanger@mayerbrown.com

**Dr. Jochen Seitz**

Partner, Frankfurt am Main  
T +49 69 7941 1024  
jseitz@mayerbrown.com

**Thomas Lesser**

Counsel, Frankfurt am Main  
T +49 69 7941 1066  
tlesser@mayerbrown.com

---

Mayer Brown is a global legal services organization advising many of the world's largest companies, including a significant portion of the Fortune 100, FTSE 100, DAX and Hang Seng Index companies and more than half of the world's largest banks. Our legal services include banking and finance; corporate and securities; litigation and dispute resolution; antitrust and competition; US Supreme Court and appellate matters; employment and benefits; environmental; financial services regulatory & enforcement; government and global trade; intellectual property; real estate; tax; restructuring, bankruptcy and insolvency; and wealth management.

OFFICE LOCATIONS AMERICAS: Charlotte, Chicago, Houston, Los Angeles, New York, Palo Alto, Washington DC  
ASIA: Bangkok, Beijing, Guangzhou, Hanoi, Ho Chi Minh City, Hong Kong, Shanghai, Singapore  
EUROPE: Brussels, Düsseldorf, Frankfurt, London, Paris  
TAUIL & CHEQUER ADVOGADOS in association with Mayer Brown LLP: São Paulo, Rio de Janeiro  
ALLIANCE LAW FIRM: Spain (Ramón y Cajal Abogados)

Please visit our web site for comprehensive contact information for all Mayer Brown offices. [www.mayerbrown.com](http://www.mayerbrown.com)

Mayer Brown is a global legal services provider comprising legal practices that are separate entities (the "Mayer Brown Practices"). The Mayer Brown Practices are: Mayer Brown LLP and Mayer Brown Europe – Brussels LLP, both limited liability partnerships established in Illinois USA; Mayer Brown International LLP, a limited liability partnership incorporated in England and Wales (authorized and regulated by the Solicitors Regulation Authority and registered in England and Wales number OC 303359); Mayer Brown, a SELAS established in France; Mayer Brown JSM, a Hong Kong partnership and its associated entities in Asia; and Tauil & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. "Mayer Brown" and the Mayer Brown logo are the trademarks of the Mayer Brown Practices in their respective jurisdictions. 1112

This Mayer Brown publication provides information and comments on legal issues and developments of interest to our clients and friends. The foregoing is not a comprehensive treatment of the subject matter covered and is not intended to provide legal advice. Readers should seek specific legal advice before taking any action with respect to the matters discussed herein.

© 2012. The Mayer Brown Practices. All rights reserved.