

# Neuerungen beim Anlegerschutz durch das MiFID II-Paket

Bankrechtsforum 2014

Wien, 4. November 2014

Prof. Dr. Peter O. Mülbert

# Inhalte

- I. Einleitung
- II. Anwendungsbereich: Erweiterungen
- III. Emittentenbezogene Organisationspflichten
- IV. Vertriebsbezogene Organisationspflichten
- V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis
- VI. Produktverbote durch Aufsichtsbehörden
- VII. Schlussbemerkungen

# I. Einleitung

- Gegenstand und Neuerungen
  - Fortschreibung der MiFID I (+ Level 2-Rechtsakte)
  - Erweiterungen
    - Unabhängige Beratung
    - Product Governance-Anforderungen für Emittenten und Vertriebsunternehmen
      - » Stichwort: Zielmarkt
- Gründe
  - Mehr Anleger
  - Immer komplexeres Spektrum an Dienstleistungen und Finanzinstrumenten
- Ziele
  - Erhöhung der Transparenz
  - Stärkung des Anlegerschutzes
  - Wiederherstellung von Vertrauen

# I. Einleitung

- Umfang
  - MiFID II: 97 Artikel, 4 Anhänge, 170 Erwägungsgründe, 63 Definitionen (Art. 4)
  - MiFIR: nur Produktinterventionsregeln (Art. 39 ff.) relevant
- Rolle von ESMA
  - Über 100 Ermächtigungen für delegierte Rechtsakte
  - ESMA Consultation Paper MiFID/MiFID, 22 May 2014, ESMA/2014/549 (311 S.)
    - Schwerpunkt: Vertriebsfragen
  - ESMA Discussion Paper MiFID/MiFID, 22 May 2014, ESMA/2014/548 (533 S.)
- Zeitschiene
  - MiFID II
    - Umsetzung bis 3. Juli 2016; Anwendung ab 3. Januar 2017
  - MiFIR: Anwendung ab 3. Januar 2017

# I. Einleitung

- **Regelungskonzeption**
  - Wertpapierdienstleistung als Zentralbegriff
    - Erweiterungen durch Schaffung neuer Wertpapierdienstleistungen
  - Stärkung des Anlegerschutzes durch „Vorverlagerung“ der Anforderungen
    - Massiver Ausbau der Binnenorganisationspflichten für Emittenten/  
Vertriebsentitäten und
    - Beschränkter Ausbau der Verhaltenspflichten gegenüber Kunden
  - Erweiterung des aufsichtsrechtlichen Regimes
    - Keine positiven Anforderungen an Zivilrecht
  - Beschränkte Maximalharmonisierung
    - Art. 24 Abs. 12: strengere Anforderungen „in Ausnahmefällen“ zur „Steuerung spezifischer Risiken ..., die angesichts der Umstände der Marktstruktur dieses Mitgliedstaats besonders bedeutsam sind“
    - Auch mit Wirkung für das Zivilrecht?

## II. Anwendungsbereich: Erweiterungen

- Wertpapierdienstleistungen
  - Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden: umfasst „auch den Abschluss von Vereinbarungen über den Verkauf von Finanzinstrumenten, die von einer Wertpapierfirma oder einem Kreditinstitut zum Zeitpunkt ihrer Emission ausgegeben werden“ (Art. 4 Abs. 1 Nr. 5)
    - Erfasst Emittenten (sofern Wertpapierfirma/KI) als auch Vertreiber eines Finanzinstruments
- Finanzinstrumente
  - Strukturierte Einlagen (Art. 4 Abs. 1 Nr. 43) als neue Form eines Anlageprodukts (Erwägungsgrund 39)
    - Nicht: bei reiner Abhängigkeit von Zinssätzen
  - Waren- und sonstige Derivate
    - Energiekontrakte
    - Emissionszertifikate: bestehend aus Anteilen, deren Übereinstimmung mit den Anforderungen der Emissionshandelssystem-Richtlinie anerkannt sind (Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 i.V.m. Anhang I Abschnitt C

### III. Emittentenbezogene Organisationspflichten

- Grundlagen
  - Product Governance: Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 2-4, Art. 24 Abs. 1, 2 Unterabs. 1
    - Hintergrund
      - » UK/Joint ESAs Stellungnahme
      - » ESMA: Opinion on structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements, 27 March 2014, ESMA/2014/332 (zu MIFID I)
  - Umgang mit Interessenkonflikten: Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 1, Art. 23
- Emittenten
  - die Wertpapierfirma oder Kreditinstitut sind
    - Emission als solche begründet diese Eigenschaft nicht (?)
  - Aber: Rückwirkungen der Product Governance-Anforderungen an Vertreiber

### III. Emittentenbezogene Organisationspflichten

- Inhalte der Product Governance
  - Spezifischer Produktprüfungs- und –genehmigungsprozess
    - Einschließlich laufender Produktbeobachtungspflicht
  - Identifikation für jedes Produkt von
    - Zielmarkt und
    - Zielkundschaft, deren Bedürfnissen, Eigenheiten und Vorstellungen das Produkt entspricht
      - » Produkt muss für identifizierte Zielkundschaft geeignet sein
  - Szenarioanalysen und Stresstests bei Auflegung eines Produkts
  - Kostenstrukturanalyse
    - Auch im Hinblick darauf, ob Kosten die berechtigten Renditeerwartungen der Anleger konterkarieren und der Zielkundschaft transparent zu machen sind



### III. Emittentenbezogene Organisationspflichten

- Vertriebsbezogene Pflichten
  - Vertriebsstrategie mit Zielmarkt vereinbar
  - Zusammenstellung der für den Vertrieb benötigten Informationen
  - Zumutbare Anstrengungen, um Produktvertrieb außerhalb des Zielmarktes zu vermeiden
- Interessenkonfliktvermeidungsgebot
  - Vorhandensein gegenläufiger oder abweichender Positionen beim Emittenten
    - Kein Emissionsverbot, wohl aber erhöhte Anforderungen an Eignungsprüfung des Produkts

## IV. Vertriebsbezogene Organisationspflichten

- Product Governance von Vertreibern
  - Grundlagen
    - Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 5, Art. 24 Abs. 2 Unterabs. 2, Art. 25 Abs. 1
    - Vertriebsaktivitäten: angebotene oder empfohlene Wertpapiere
    - „Anbieten“: auch beratungsfreies Geschäft?
  - „Know your product“
    - Firma und konkret tätige Mitarbeiter (ESMA) müssen Produkt verstehen (Art. 25 Abs. 1)
  - Spezifischer Produktprüfungs- und –genehmigungsprozess betreffend Produktauswahl
    - Einschließlich laufender Produktbeobachtungspflicht
  - Identifikation für jedes Produkt von
    - Zielmarkt und
    - Zielkundschaft, deren Bedürfnissen, Eigenheiten und Vorstellungen das Produkt entspricht

## IV. Vertriebsbezogene Organisationspflichten

- Gewährleistung, dass Angebot/Empfehlung im Kundeninteresse liegt
  - Empfehlung: abstrakte Organisationsvorgabe mit eigenständiger Bedeutung gegenüber Anlageberatung (abstrakter v. konkreter Kunde)
  - „Anbieten“: beratungsfreies Geschäft stets im Interesse eines abstrakten Kunden oder zusätzliche Einschränkung?
- Beschaffung der für den Vertrieb benötigten Informationen beim Produzenten
- Kommunikation vertriebsbezogener Informationen an Emittenten
- Umgang mit Interessenkonflikten
  - Einschließlich derjenigen aus dem Erhalt von Zuwendungen
- Angemessene (Art. 16 Abs. 3) bzw. geeignete (Art. 23 Abs. 1) Maßnahmen:
  - Stufe 1: Erkennen und vermeiden oder jedenfalls regeln
  - Stufe 2: Offenlegung gegenüber Kunden
    - » sofern die organisatorischen Vorkehrungen nach vernünftigem Ermessen „das Risiko einer Beeinträchtigung von Kundeninteressen“ nicht zu vermeiden vermögen

## IV. Vertriebsbezogene Organisationspflichten

- Sonderregelung für Zuwendungen in Art. 24 Abs. 9
  - Rechtstechnisch unübersichtlich
  - Unvereinbarkeit von Zuwendungserhalt mit Interessenkonfliktvermeidungsgebot, es es denn,
    - » Zuwendungen tragen zur Verbesserung der Qualität der Dienstleistung für den Kunden bei und
    - » Offenlegung gegenüber dem Kunden
  - Problem: Qualitätssicherung als Qualitätsverbesserung?
  - ESMA: Negativliste mit Fallen fehlener Qualitätsverbesserung, insbesondere
    - » keine Qualitätsverbesserung, wenn Zuwendung für die Durchführung des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs benötigt wird (heftige Kritik)
- Gestaltung von Mitarbeitervergütung (Art. 24 Abs. 10)
  - Keine Anreize für Empfehlung eines weniger geeigneten Produkts
  - Keine wesentliche Abhängigkeit der Mitarbeitervergütung von Verkaufszielen

## IV. Vertriebsbezogene Organisationspflichten

- Umfassende Dokumentationspflicht für alle Tätigkeiten (Art. 16 Abs. 6)
  - » Grundlage für Überprüfung durch zuständige Behörde
  - Gespräche unter Anwesenden:
    - » Schriftliche Protokollierung ausreichend (Erwägungsgrund 57)
    - » Beweiswert?
      - Kein Kundennachteil, „wenn in dem Protokoll die Kommunikation ... unzutreffend wiedergegeben“ (Erwägungsgrund 57)
  - Aufzeichnungspflicht auch für Telefonate (Art. 16 Abs. 7)
    - » Technische Gesprächsaufzeichnung
      - Vorabinweis erforderlich: einmaliger Hinweis genügend
      - Keine Kundendisposition
        - Erwägungsgrund 57: mit Grundrechtscharta vereinbar
      - Verbot für die Ausführung von Kundenaufträgen bei fehlender Vorabinformation
    - » Schriftliche Protokollierung ausreichend)
      - Fraglich, weil EP-Petition im Trilog nicht umgesetzt

# V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis

- Kundenklassifikation
  - Geeignete Gegenparteien/professionelle Kunden/Privatkunden
    - Privatkunde: kein professioneller Kunde
    - Öffentlich-rechtliche Körperschaften
      - » Regionale Regierungen (Bundesländer): professionelle Kunden
      - » Gebietskörperschaften/Kommunen: keine geeignete Gegenpartei
  - Schutzniveau
    - Kunde i.S. der MiFID II: professionelle Kunden und Privatkunden, nicht geeignete Gegenparteien
    - Keine Differenzierung innerhalb Privatkunden
      - » Kleinanleger in Art. 25 Abs. 6 Unterabs. 2: Übersetzungsfehler („retail client“).  
Aber. Zielgruppenkonzept
  - Aber: Stärkung des Schutzes geeigneter Gegenparteien: Art. 30 Abs. 1
    - Art. 24 Abs. 4, 5, Art. 25 Abs. 6, Art. 27 (Unterabs. 1)
    - Ehrliches, redliches und professionelles Handeln gegenüber Gegenpartei (Unterabs. 2)

## V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis

- Informationspflichten (generell)
  - Vorvertraglich
    - Informationen zu Finanzinstrumenten und vorgeschlagenen Anlagestrategien mit geeigneten Leitlinien und Warnhinweise zu damit verbundenen Risiken und zu Zielmarkt und Anlegertyp
    - Information über Kosten
      - » Sämtliche Kosten und Nebenkosten in Bezug auf Wertpapierdienstleistung
      - » Kosten des empfohlenen oder vermarkteten Finanzinstruments
      - » Zusammenfassung aller Kosten, die nicht durch das Marktrisiko bedingt sind: Gesamtkostenangabe; auf Kundenwunsch auch Separierung
    - Rechtzeitig: abhängig von Komplexität und Kundenerfahrung (Erwägungsgrund 83)
    - Offenlegung unvermeidbarer Interessenkonflikte (Art. 23 Abs. 2)
  - Regelmäßige Kosteninformation während der Laufzeit der Anlage
    - Mindestens einmal jährlich (nur aufsichtsrechtliche Pflicht)
  - Regelmäßige Berichte (Reporting) über erbrachte Dienstleistungen
    - Berücksichtigung von Art und Komplexität der Finanzdienstleistungen
    - Berücksichtigung der Art der erbrachten Dienstleistung

## V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis

- Anlageberatung
  - (Vorvertragliche weitere) Informationspflichten
    - Information über Unabhängigkeit oder Nicht-Unabhängigkeit der Beratung
    - Umfang der Beratungsgrundlage (Analyseumfang)
      - » Umfangreiche oder eher beschränkte Analyse verschiedener Arten von Finanzinstrumenten
      - » Beschränkung der Palette auf Produkte „nahestehender“ Emittenten
        - Verbundene Unternehmen
        - Sonstige enge Verbindung zu Wertpapierfirma
    - Regelmäßige Beurteilung/kein derartiger Service der dem Kunden empfohlenen Wertpapiere
      - » Unabhängig davon, ob Kunde der Empfehlung überhaupt gefolgt ist?
      - » Keine zivilrechtliche Erweiterung der Beratungspflichten
  - Offenlegung betreffend Zuwendungen
    - Existenz, Art und Betrag
    - Mechanismus der Weiterleitung: unabhängige Anlageberatung



## V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis

- Anlageberatung
  - Explorationspflicht
    - Erweiterung um die Aspekte
      - » Risikotragfähigkeit
      - » Risikotoleranz
        - Sachliche Erweiterung gegenüber bisheriger Explorationspflicht?
  - (Weitere) Dokumentationspflichten
    - Erklärung auf dauerhaftem Datenträger zur Geeignetheit des empfohlenen Geschäfts unter Erläuterung, „wie die Beratung auf die Präferenzen, Ziel und sonstigen Merkmale des Kleinanlegers abgestimmt wurde“
      - » Grundsätzlich vor Geschäftsabschluss
      - » Ausnahme bei fernkommunikativem Abschluss und Unmöglichkeit vorheriger Übergabe bei vorheriger Zustimmung des Kunden

## V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis

- Unabhängige/nicht-unabhängige Anlageberatung
  - Unabhängigkeit: Voraussetzungen
    - Information
    - Bewertung einer ausreichenden Palette auf dem Markt angebotener Finanzinstrumente
      - » Ausreichend: Verwirklichung der Kundenziele muss mittels analysierter Produkte möglich sein
      - » Keine Beschränkung auf Produkte „nahestehender“ Emittenten
    - Organisatorische Trennung als Voraussetzung („Berater mit zwei Hüten“)?
  - Rechtswirkungen
    - Unabhängige Beratung: Verbot der Entgegennahme von Zuwendungen
      - Ausnahme: kleinere nichtmonetäre Vorteile, die Servicequalität verbessern
        - Produktschulungen?
      - Weiterleitungspflicht für erhaltene Provisionen
    - Nicht-unabhängige Beratung: Erhalt qualitätsverbessernder Zuwendungen zulässig
    - Problem: Folgen bei Verfehlung des „ausreichend“-Kriteriums?

## V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis

- Beratungsfreies Geschäft (execution only)
  - Einfache WP-Dienstleistung beschränkt auf nicht-komplexe Finanzprodukte
    - Keine Kundenexploration (Art. 25 Abs. 4)
  - Strengere Anforderungen
    - Erwägungsgrund 80: Dienstleistung hat erhebliche Einschränkung des Kundenschutzes zur Folge. Daher Verschärfung der Bedingungen hierfür
- Umsetzung
  - Keine strengere Verfahrensanforderungen, sondern
  - Beschränkung des Kreises der nicht-komplexen Finanzprodukte
    - » Komplexes Produkt: wenn Einbettung eines Derivats oder Strukturierung es dem Kunden erschwert, die mit Produkt verbundenen Risiken zu verstehen

## V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis

- Portfoliomanagement
  - Keine Entgegennahmen von Zuwendungen von dritter Seite (Art. 24 Abs. 8)
    - Ausnahme für kleinere nichtmonetäre Vorteile

## V. Organisationspflichten im Kundenverhältnis

- Kundengünstigste Ausführung von Aufträgen (best execution)
  - Gesamtbewertung ausschlaggebend
    - Preis einerseits und Gesamtkosten andererseits
  - Verbot der Entgegennahme von Provisionen etc. für Weiterleitung
  - Jährliche Veröffentlichung durch Wertpapierfirma
    - Informationen über die Ausführungsqualität für
    - jede Klasse von Finanzinstrumenten für die
    - fünf volumenmäßig wichtigsten Handelsplätze

## VI. Produktverbote durch Aufsichtsbehörden (MiFIR)

- Produktverbote und –beschränkungen
  - Zuständigkeit
    - ESMA/EBA: vorübergehend
    - Zuständige Behörde: Art. 42
  - Objekt
    - Vermarktung, Vertrieb und Verkauf bestimmter Finanzprodukte und strukturierter Einlagen
    - Bestimmte Finanztätigkeit oder -praxis
  - Voraussetzungen
    - Erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz oder Gefahr für Marktfunktion oder –integrität
    - Bestehende regulatorische Anforderungen auf Unionsebene ungenügend, um Gefahren zu begegnen
    - Verhältnismäßigkeit der Maßnahme
    - Einhaltung bestimmter Verfahrenskautelen

## VI. Produktverbote durch Aufsichtsbehörden (MiFIR)

- Präventive Verbote möglich
- Künftige Bedeutung
  - Delegierte Rechtsakte, insbesondere auch zur ersten Voraussetzung
  - Möglichkeit präventiver Verbote als indirekte Stärkung des internen Produktgenehmigungsprozesses
    - » Wenige explizite Verbote zu erwarten
      - Vermeidung gerichtlichen Rechtsschutzes

## VII. Schlussbemerkungen

- MiFID II: ein „großes“ Gesetz? (Buck-Heeb)?
  - Umfangreich statt „groß“
  - Kundenbeziehung: Druck in Richtung einer „verschärften“ Anlageberatung
    - Vermeidungsstrategie: Reduktion des Angebots „komplexer“ Finanzprodukte
- Wertpapierfirmen v. Pharmaindustrie
  - Reglementierung von Produkten mit zweifelhaftem Nutzen
- Schleichende Vergemeinnützigung der Kreditwirtschaft
  - MiFID II: Produkte mit Kundennutzung
  - In CRD IV-Terminologie:  
„Bankwesen in der Union, das in erster Linie für die Bürgerinnen und Bürger der Union da ist“ (Erwägungsgrund 49)