

Der europäische Gesetzgeber hatte der ESMA nicht viel Zeit gelassen, sie sollte 6 Monate nach Inkrafttreten der MiFID II ihre Detailvorschläge liefern. Am 19.12.2014 hat sie ihr Papier für die Umsetzungsdetails vorgestellt. Ein paar wichtige Punkte darf ich vorwegnehmen und Ihnen in aller Kürze vorstellen:

1. Provisionen

Vermögensverwalter und unabhängige Anlageberater

Die ESMA betont zunächst das strikte Provisionsverbot für Vermögensverwalter und unabhängige Anlageberater. Diesen sei nur die Entgegennahme von sogenannten „MINOR NON-MONETARY BENEFITS“ erlaubt. Dazu empfiehlt die ESMA, eine abschließende Liste an geringwertigen geldwerten Vorteilen zu veröffentlichen. Als solche kämen nur in Betracht

1. die Entgegennahme von Informationen bezüglich Wertpapieren und Wertpapierdienstleistungen (Research),
2. die Teilnahme an Konferenzen, Seminaren und Fortbildungsveranstaltungen in Bezug auf Wertpapiere und Wertpapierdienstleistungen,
3. Bewirtungsspesen auf niedriger Basis, z.B. Verpflegung und Getränke während einer Tagung oder Konferenz bzw. einer Fortbildungsveranstaltung,
4. andere geringwertige Aufmerksamkeiten solange es unwahrscheinlich ist, dass diese das Verhalten des Empfängers beeinflussen können, vor allem hinsichtlich möglicher entgegenstehender Kundeninteressen.

„Nicht-unabhängige“ Anlageberater, Anlage-Abschlussvermittlung

Nach wie vor ist die ESMA der Auffassung, dass sich die Situation von MiFID I zu MiFID II verschärft habe und deswegen ihre strengere Haltung gerechtfertigt sei. Wie schon MiFID I stelle auch MiFID II alle Provisionen unter die Bedingung, dass damit eine Qualitätsverbesserung für den Kunden einhergehen soll.

Die ursprünglich sehr harte Haltung, wonach daher Provisionen nicht mehr für „normale“ Betriebsausgaben verwendet werden dürften, hat die ESMA nicht aufrechterhalten. Für die „nicht-unabhängige“ Anlageberatung und die Anlage/Abschlussvermittlung hat sich die ESMA hinsichtlich der Verwendung von Provisionen erweichen lassen. Dafür werden aber die Situationen genau beschrieben, in denen die ESMA von einer Qualitätsverbesserung zugunsten des Kunden als Voraussetzung für zulässige Provisionen ausgeht.

Die ESMA empfiehlt der Kommission, eine Liste an Situationen zu veröffentlichen, in denen keine Qualitätsverbesserung vorliege.

Vor allem, wenn zunächst durch die Provision keine Qualitätsverbesserung für den Kunden erkennbar ist, soll diese auch nicht durch erfundene oder „an den Haaren“ herbeigezogene Begründungen fingiert werden können. Dienen die Provisionen einer Qualitätsverbesserung für den Kunden durch folgende Maßnahmen, können sie aus Sicht der ESMA gerechtfertigt sein:

5. wenn dem Kunden Zugang zu einem breiten Spektrum an geeigneten Wertpapieren verschafft werde, das vor allem auch die Produkte von Drittanbietern umfasse, mit denen das Institut nicht in Verbindung stehe (Wettbewerbsprodukte),
6. wenn die (nicht-unabhängige) Anlageberatung kombiniert werde, z.B.
 - mit einem Angebot an den Kunden, auf jährlicher Basis die Geeignetheit der Kundenwertpapiere zu überprüfen oder
 - eine andere Zusatzdienstleistung für den Kunden angeboten wird, z.B. die Durchführung einer optimierten Asset Allocation für den Kunden,
7. wenn dem Kunden der Zugang zu einem weiten Angebot an Wertpapieren auch von Drittanbietern möglich gemacht wird (und zwar auch von Wettbewerbsprodukten), soweit der Kunde zusätzlich Zugang zu nützlichen Tools erlangt, wie z.B. einer Homepage zur Unterstützung von Investitionsentscheidungen.

Gleiches gilt, wenn der Kunde Zugang zu Hilfstools erhält, die es ihm ermöglichen, die getroffenen Investitionsentscheidungen zu überwachen, anzupassen oder regelmäßige Berichte zur Performance, den Kosten und Gebühren der gehaltenen Wertpapiere zu erlangen.

Keine Qualitätsverbesserung sieht die ESMA, wenn die Provisionen einzig und allein dem Empfänger, seinen Aktionären oder seinen Angestellten zugutekommen und der Anleger und Kunde keine Vorteile ziehen kann.

Wichtig ist auch eine Aussage der ESMA zu Bestandsprovisionen. Fortlaufende Zuwendungen seien nicht gerechtfertigt, wenn es nicht während ihrer Zahlungsdauer irgendeinen Service oder einer Dienstleistung auf dauerhafter Basis für den Kunden zu seinem Vorteil gäbe. Damit würden reine Bestandsprovisionen ohne irgendeine Dienstleistung zugunsten des Kunden unzulässig.

Zudem verpflichtet die ESMA alle Institute, mindestens jährlich die genaue Höhe der erhaltenen Provisionen gegenüber dem Kunden offenzulegen. Das hat auf EURO-Basis zu erfolgen, d.h. konkretisiert und nicht nur auf Prozent-Basis.

2. Anlageberatung über öffentliche Verbreitungskanäle

Leider bleibt die ESMA bei ihrer ursprünglichen Meinung, wonach auch eine Empfehlung über öffentliche Verbreitungskanäle (z.B. über Newsletter oder das Internet) eine Anlageberatung sein kann. Wenn die EU-Kommission diesem Vorschlag folgen sollte, wird auch eine Empfehlung in Newslettern, auf Roadshows oder über das Internet ei-

ne persönliche Empfehlung an den Kunden sein können – und damit eine Anlageberatung.

In Zukunft müssen daher die Mitteilungen an Kunden, wie Börsenbriefe, Newsletter, Homepage usw., darauf hin überprüft werden, ob der Kunde die Darstellungen als persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers verstehen kann. In diesem Fall läge nämlich eine Anlageberatung vor. Damit wären die gesamten an die Anlageberatung geknüpften Pflichten verbunden, wie z.B. Suitability-Test und Anlageberatungsprotokoll, ebenso ergäben sich Haftungsrisiken aus der Empfehlung.

3. Telefonaufzeichnung

Kaum überraschend bleibt es bei der Verpflichtung zur Aufzeichnung von Telefongesprächen. Die Institute müssen Verfahren einrichten, in denen genau definiert ist, welche Telefongespräche aufgezeichnet werden; das sind in erster Linie Gespräche, die den Empfang, die Weiterleitung und die Platzierung von Orders betreffen. Die Kunden sind vorab zu informieren.

Ebenso müssen 4-Augen-Gespräche aufgezeichnet werden; diese Gespräche müssen aber nicht aufgenommen werden, handschriftliche Aufzeichnungen sind ausreichend. Datum, Ort und Teilnehmer, Initiator des Treffens und die wichtigsten Informationen über die Kundenorders müssen aufgezeichnet werden.

4. Product Governance

Auch an den Vorgaben für die Product Governance hat sich nicht viel geändert:

Interessenkonflikte

Wenn ein Institut Wertpapiere emittiert, hat es auf die damit verbundenen Interessenkonflikte zu achten, vor allem, wenn nach Emission im Rahmen des Eigenhandels Positionen gegen die Positionen des Kunden eingegangen werden oder eingegangen werden sollen. Auch wenn z.B. im Rahmen eines synthetischen Produkts für den Kunden gegenläufige Positionen zu denen des Instituts eingegangen werden sollen, lägen Interessenkonflikte auf der Hand. Damit wird die Situation für die Konstrukteure synthetischer Produkte deutlich komplizierter. Eigenhandel oder Spekulation durch synthetische Produkte gegen den Kunden sollen erschwert werden.

Definition eines Zielkundenmarktes

Für jedes Produkt muss ein Zielkundenmarkt definiert werden. Die Emittenten müssen überwachen, ob die Bedürfnisse des Zielkundenmarktes von dem Produkt gedeckt werden, vor allem hinsichtlich des Risikoprofils. Dazu müssen für die jeweiligen Produkte auch Analysen verschiedener Szenarien durchgespielt werden. Dabei ist zu prüfen, welche Auswirkungen drohen, wenn

8. sich die Marktumstände drastisch ändern,

9. Emittent oder Drittparteien in finanzielle Schwierigkeiten geraten oder sich Gegenpartei-Risiken ergeben,
10. das Produkt wirtschaftlich scheitert oder
11. die Nachfrage nach dem Produkt deutlich höher liegt.

Zudem sind die Produkte einer regelmäßigen Überprüfung anheim zu stellen, vor allem hinsichtlich der Risiken für den definierten Zielkundenmarkt.

Dabei sind die Auswirkungen auf die Anlageziele, Investitions-Charakteristiken und Anlagerichtlinien zu würdigen. Die Emittenten müssen bestimmte Ereignisse identifizieren, bei deren Eintritt sich erhebliche Auswirkungen auf das Produkt ergeben können, z.B. wenn sich bei dem Absinken eines Index' um z.B. 5% die Rendite eines Produktes von 10% auf 1% reduziert oder sich hinsichtlich der Bonität eines Emittenten deutliche Veränderungen ergeben könnten.

Produktbeobachtung und Reaktionspflicht

Wenn der Emittent im Falle einer solchen Überprüfung feststellt, dass sich deutliche Auswirkungen auf das Produkt und seine Rendite ergeben könnten, hat er umgehend zu reagieren, z.B. durch

- > Veröffentlichungen an die Kunden,
- > Änderungen des Produktgenehmigungsprozesses,
- > Stopp des Emissionsprozesses,
- > Änderung des Produkts,
- > Stopp des Vertriebs.

Die Product Governance-Verpflichtungen gelten auch für sogenannte „Distributors“. Leider hat die ESMA die Vermögensverwalter nicht ausdrücklich aus diesem Kreis ausgenommen. Da die MiFID II keine Definition des Begriffes „Distributor“ enthalte, könne man die Vermögensverwalter nicht ausnehmen und den Begriff der „Distributors“ nicht etwa auf Institute beschränken, die Anlageberatung gegenüber Endkunden erbringen.

Damit müssen sich auch die Vermögensverwalter mit den Pflichten der Product Governance vertraut machen.

Vielleicht gelingt es aber auch noch, die nationalen Aufseher von der Besonderheit der Vermögensverwalter zu überzeugen. Der Vermögensverwalter ist ja gerade nicht der Vertrieb für einen Emittenten, sondern steht im Lager des Kunden und legt für diesen in dessen Interesse nach vordefinierten Anlagerichtlinien die Vermögenswerte an. Er steht daher nicht im Lager der Emittenten, sondern im Lager des Kunden und Anlegers und sollte daher auch Erleichterungen für sich in Anspruch nehmen dürfen.

Da ist aber leider noch einige Überzeugungsarbeit zu leisten, die gegenüber der Ba-Fin erbracht werden muss.

Weitere Details folgen in Kürze.

Mit den besten Wünschen für ein erfolgreiches Jahr 2015!

Ihr

Dr. Christian Waigel
Rechtsanwalt