

GSK Newsletter

MiFID II – Jetzt wird es ernst!

24.11.2016

Executive Summary	2
1. Einführung	2
a) Neuregelung der Finanzmarktregulierung – von MiFID zu MiFID II und MiFIR	2
b) Nationale Umsetzung	3
c) Detaillierte Regelungen – Delegierte Rechtsakte, RTS und IST	4
d) (Abweichender) Geltungsbeginn und Übergangsvorschriften	5
2. Anwendungsbereich	5
3. Einführung zu ausgewählten Themen	6
a) Product Governance	6
b) Gebührenstruktur	9
c) (Telefon-) Aufzeichnungspflichten	11
4. Ausblick	13

MiFID II – Jetzt wird es ernst!

Eine einführende Übersicht zum aktuellen Stand des Umsetzungsprozesses.

Executive Summary

- > Umfassende Neuregelung der Finanzmarktregulierung in der EU durch MiFID II und MiFIR mit (mittelbaren) Auswirkungen auch auf KVGes.
- > Inhaltliche Konkretisierungen von MiFID II und MiFIR durch Level-2- und Level-3-Maßnahmen sind teilweise abgeschlossen.
- > Referentenentwurf des 2. FiMaNoGs zur Umsetzung von MiFID II und MiFIR in Deutschland liegt nunmehr vor.
- > Stärkung des Anlegerschutzes durch neue Verhaltens- und Organisationspflichten für Wertpapierfirmen, insbesondere höhere Aufzeichnungs-/Informationspflichten und umfangreichere Kostentransparenz, sowie bessere Überwachungs- und Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörden.
- > Product Governance: Neue Anforderungen an die Konzeption, den Vertrieb und die fortlaufenden Überwachungspflichten bei konzipierten Produkten.
- > Wesentliche Änderungen für Zuwendungen und deren Offenlegung mit erheblichen Auswirkungen auf bestehende Vergütungsmodelle.

- > Neue Aufzeichnungspflichten, insb. für (externe und interne) Telefongespräche und elektronische Kommunikation, verbunden mit wesentlichen Organisationsanpassungen.
- > Drastische Verschärfung des Sanktionsrahmens bei Verstößen (Geldbußen bis EUR 5 Mio., im Einzelfall mehr).

1. Einführung

a) Neuregelung der Finanzmarktregulierung – von MiFID zu MiFID II und MiFIR

Zehn Jahre nach Verabschiedung der MiFID-Richtlinie im April 2004 (Richtlinie 2004/39/EG, „Markets in Financial Instruments Directive - MiFID“) hat der Europäische Gesetzgeber am 15.05.2014 mit der zweiten Finanzmarktrichtlinie 2014/65/EU („MiFID II“) ein grundlegend überarbeitetes Regelwerk erlassen.

Die MiFID II stellt das regulatorische Rahmenwerk für Wertpapierdienstleistungen in Europa dar. Sie führt zu einer stärkeren europaweiten Harmonisierung und setzt hohe Standards für den Anleger-

schutz. Durch sie sollen Transparenz und Integrität der Finanzmärkte erhöht werden. Zum Schutz der Anleger sind u.a. verschärfte Vorgaben hinsichtlich des Vertriebs von Finanzinstrumenten geplant. So enthalten die europäischen Vorgaben umfangreiche Regelungen zur Stärkung des Anlegerschutzes durch Anpassung der Verhaltens- und Organisationspflichten von Wertpapierfirmen, insbesondere durch höhere Transparenz- und Informationspflichten, und bessere Überwachungs- und Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörden u.a. durch Produkt-/Vertriebsverbote sowie eine Vereinheitlichung und Verschärfung der Sanktionsmöglichkeiten. Weitergehend enthält die MiFID II Regelungen zur Zulassung von Wertpapierfirmen, geregelten Märkten sowie Datenbereitstellungs-dienstleistungen.

Die MiFID II wird ergänzt durch die sog. Finanzmarktverordnung (Verordnung (EU) Nr. 600/2014, „*Markets in Financial Instruments Regulation - MiFIR*“), die als solche in den einzelnen Mitgliedstaaten unmittelbar, d.h. ohne das Erfordernis einer Umsetzung durch den jeweiligen nationalen Gesetzgeber anwendbar ist. Die MiFIR enthält umfangreiche Vorschriften insbesondere zu Vor- und Nachhandelstransparenz, Derivatemärkten, dem Zugang zu Clearingeinrichtungen sowie weitere Eingriffsbefugnisse der zuständigen Aufsichtsbehörden.

Die MiFID II war ursprünglich bis zum 3. Juli 2016 in nationales Recht mit Wirkung zum 3. Januar 2017 umzusetzen. MiFID II und MiFIR sind jedoch nach einer Verschiebung um ein Jahr¹, u.a. bedingt durch die Komplexität der auf Level 2-Ebene zu erlassenden Rechtsakte, erst ab dem **3. Januar 2018** anzuwenden. Das Datum, bis zu dem die EU-Mitgliedstaaten MiFID II in nationales Recht umsetzen müssen, wurde auf den **3. Juli 2017** verschoben. Darüber hinaus wurden mit den Verschiebungsrechtsakten noch einige (begrenzte) inhaltliche Änderungen in MiFID II und MiFIR eingefügt, insbesondere hinsichtlich der Gleichwertigkeit des Marktes eines Drittlandes als geregelter Markt, der

¹ Die Verschiebungen wurden bewirkt durch: Richtlinie (EU) 2016/1034 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juni 2016 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente; Verordnung (EU) 2016/1033 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juni 2016 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente, der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch und der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer.

Vorhandelstransparenzanforderungen bei Transaktionspaketen, der Erweiterung der Ausnahme für Personen, die für eigene Rechnung Handel mit Finanzinstrumenten treiben, sowie der Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften.

b) Nationale Umsetzung

Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem am 30. September 2016 veröffentlichten Referentenentwurf eines 2. Finanzmarktnovellierungsgesetzes („**2. FiMaNoG**“) die Grundlage der nationalen Umsetzung von MiFID II, MiFIR und weiterer delegierter Rechtsakte geschaffen. Dem war – auch bedingt durch die zeitliche Verschiebung der Umsetzungs- und Anwendungsfrist der MiFID II auf europäischer Ebene – ein längerer nationaler Umsetzungsprozess vorausgegangen.

Zunächst war die Umsetzung von MiFID II und MiFIR Gegenstand des im Herbst 2015 vorgestellten Referentenentwurfs zu einem Finanzmarktnovellierungsgesetz, der daneben die Umsetzung der Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung (EU) Nr. 596/2014, *Market Abuse Regulation - „MAR*“), der Marktmissbrauchsrichtlinie (Richtlinie 2014/57/EU, *„Market Abuse Directive - „MAD*“), der Verordnung über Zentralverwahrer (Verordnung (EU) Nr. 909/2014, *„Central Securities Depositories Regulation - CSDR*“) und der Verordnung über Basisinformationen für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsprodukte (Verordnung (EU) Nr. 1286/2014, *„Regulation on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products – PRIIPs-VO*“) vorgesehen hat.

Aufgrund der Verschiebung der Anwendbarkeit von MiFID II und MiFIR um ein Jahr auf den 03. Januar 2018 hat der deutsche Gesetzgeber im April 2016 dann jedoch ein überarbeitetes, erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – kurz „**1. FiMaNoG**“ – verabschiedet, das lediglich die MAD/MAR, CSRD und PRIIPs-VO² umsetzt³. Die Umsetzung von MiFID II und MiFIR wurde sodann verschoben und

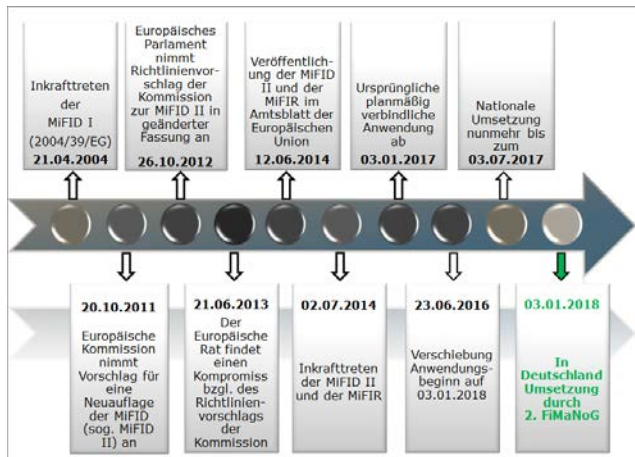
² Die PRIIPs-VO ist am 31.12.2014 in Kraft getreten und gilt ab dem 31. Dezember 2016 (vgl. Art. 34 PRIIP-VO). Aufgrund der Ablehnung der diesbzgl. Level 2-Maßnahmen zur Ausgestaltung des PRIIP empfiehlt der Ausschuss der Ständigen Vertreter (COREPER) eine Verschiebung der Anwendung der PRIIPs-VO um 12 Monate.

³ Siehe hierzu das [GSK Update: Die neue Europäische Marktmissbrauchsverordnung](#).

erfolgt nunmehr im Rahmen des erwähnten 2. FiMaNoGs.

Das 2. FiMaNoG verankert neben den Vorgaben von MiFID II und MiFIR auch die EU-Verordnung über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung (Verordnung (EU) Nr. 2015/2365, „*Regulation on transparency of securities financing transactions and of reuse - SFT-Verordnung*“), die als Maßnahme der Schattenbankregulierung erlassen wurde und der sog. Benchmark-Verordnung (Verordnung (EU) Nr. 2016/1011) im nationalen Recht.

Durch das 2. FiMaNoG werden umfangreiche Anpassungen im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV), Kreditwesengesetz (KWG) und Börsengesetz (BörsG) vorgenommen. Hinzu treten u.a. Änderungen im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) und im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG). Zudem werden zahlreiche Folgeänderungen in anderen Vorschriften vorgenommen, da das 2. FiMaNoG zum Anlass genommen wird, das WpHG der besseren Übersichtlichkeit halber insgesamt neu zu nummerieren.⁴



c) Detaillierte Regelungen – Delegierte Rechtsakte, RTS und ITS

Im Gegensatz zu ihrer Vorgängerin ist die MiFID II deutlich umfangreicher und detaillierter gestaltet. Da es sich bei MiFID II und MiFIR jedoch nur um Rahmenrechtsakte handelt (Level 1-Ebene), enthalten diese zahlreiche Ermächtigungen der Europäi-

schen Kommission, u.a. in Zusammenarbeit mit der European Securities and Markets Authority (ESMA) inhaltliche Konkretisierungen vorzunehmen (Level 2-Ebene; Level 3-Ebene durch Erlass von Leitlinien).

Die Level 2-Maßnahmen bestehen insbesondere aus Delegierten Rechtsakten (*Delegated Acts, DA*) auf Basis von Artikel 290 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) und Durchführungsrechtsakten (*Implementing Acts, IA*) gemäß Artikel 291 AEUV. Soweit Level 2-Maßnahmen ausschließlich technische Fragen betreffen, sehen MiFID II / MiFIR Technische Standards vor, für welche die ESMA Entwürfe erarbeitet. Dabei ist zwischen technischen Regulierungsstandards (*Regulatory Technical Standards, RTS*), welche im Wege von Delegierten Rechtsakten verabschiedet werden, und technischen Durchführungsstandards (*Implementing Technical Standards, ITS*), welche im Wege von Durchführungsrechtsakten (jeweils durch die Europäische Kommission) verabschiedet werden, zu differenzieren.

Die Europäische Kommission ist den Ermächtigungen auf Level 1-Ebene insoweit nachgekommen, als dass sie seit April 2016 schon zahlreiche Delegierte Rechtsakte⁵ und Durchführungsrechtsakte verabschiedet hat bzw. die seitens der ESMA durchzuführenden Konsultationsverfahren begonnen haben.⁶ Die Geltung bereits gebilligter Level 2-Maßnahmen richtet sich dann jeweils nach MiFID II und MiFIR.

Des Weiteren konzipiert die ESMA – auf Level 3-Ebene – zurzeit auch sogenannte ESMA Guidelines/Leitlinien, die sich an die jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden richten und diese – soweit kein Widerspruch erfolgt – zu einer einheitlichen Aufsichtspraxis verpflichten. Daneben erstellt die ESMA

⁴ Die durch den Referentenentwurf des 2. FiMaNoG geänderten gesetzlichen Regelungen werden im Folgenden als „-E“ gekennzeichnet.

⁵ Diese Delegierten Rechtsakte sind allerdings noch nicht in Kraft getreten. Europäisches Parlament und Rat können nach Art. 290 Abs. 2 AEUV Einwände dagegen erheben. Die Frist dafür ist zwischenzeitlich abgelaufen; zum Inkrafttreten müssen diese indes noch im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht werden.

⁶ Die von der ESMA entwickelten technischen Regulierungsstandards (RTS und ITS) wurden größtenteils bereits durch die Europäische Kommission angenommen; bei einigen läuft allerdings noch die Frist zur Erhebung von Einwänden für EU-Parlament und EU-Rat. Eine detaillierte Übersicht findet sich unter http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/its-rts-overview-table_en.pdf

Q&As, die für Marktteilnehmer Interpretations- und Implementierungsfragen beantworten.

d) (Abweichender) Geltungsbeginn und Übergangsvorschriften

Wie bereits ausgeführt, sind MiFID II und MiFIR ab dem 3. Januar 2018 im nationalen Recht direkt bzw. indirekt anzuwenden. Für einige wenige Vorschriften der MiFID II und der MiFIR wurden vom europäischen Gesetzgeber jedoch abweichende Zeitpunkte für die Geltung bestimmt. So ist z.B. die Änderung von Artikel 33 der AIFM-Richtlinie (2011/61/EU) hinsichtlich der Bedingungen für die Verwaltung von EU-AIF mit Sitz in anderen Mitgliedstaaten und die Erbringung von Dienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten gemäß Art. 92 der MiFID II schon seit dem 3. Juni 2015 anwendbar.



Auch in den Durchführungsrechtsakten wurden punktuell Sonderregelungen geschaffen, wonach einzelne Teile bereits mit Inkrafttreten, das heißt am zwanzigsten Tag nach der jeweiligen Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union, anwendbar sind (und nicht erst mit Geltungsbeginn von MiFID II / MiFIR zum 03.01.2018). Eine entsprechende Veröffentlichung der Durchführungsrechtsakte erfolgte bisher aber noch nicht.⁷

Darüber hinaus hat der deutsche Gesetzgeber verschiedene Regelungen der MiFID II bereits im Rahmen des Kleinlagerschutzgesetzes vom 3. Juli 2015 umgesetzt.⁸

Für die zentralen, durch MiFID II neu eingeführten Organisations- und Verhaltensanforderungen sind

⁷ Siehe bereits oben Fn. 5 und 6.

⁸ Siehe hierzu näher auch unten Ziffer 3 a).

keine Übergangsregelungen vorgesehen. Lediglich Art. 95 MiFID II enthält Übergangsbestimmungen für Energiederivatkontrakte.⁹

Für Kapitalverwaltungsgesellschaften ist der mit dem 2. FiMaNoG neu einzuführende § 360 KAGB zu beachten. Dieser gewährt Publikums-AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften (**KVGen**) und Publikums-AIF-Verwahrstellen für die Anpassung an die neuen Anforderungen des § 26 Abs. 7 S. 3 und des § 85 Abs. 5 S. 3 KAGB (Festlegung der Bedingungen zur Erfüllung des Gebotes der Unabhängigkeit zwischen KVG und Verwahrstelle) eine 6-monatige Übergangsfrist. Zudem sieht der neue § 360 KAGB für Verwahrstellen von Publikums-AIF eine 6-monatige Übergangsfrist zur Anpassung an die neuen Vorgaben zur Sicherstellung der Insolvenzfestigkeit der Vermögensgegenstände des Publikums-AIF bei Unterverwahrung vor.

2. Anwendungsbereich

Das neue Regelwerk wird den rechtlichen Rahmen setzen für Anforderungen an Wertpapierfirmen, Handelsplätze, Datenprovider und Anbieter von Wertpapierdienstleistungen aus Drittstaaten. Unter Wertpapierfirma ist jede juristische Person zu verstehen, die gewerbsmäßig ein oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder ein oder mehrere Anlagetätigkeiten ausübt.¹⁰ Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten sind die in Anhang I Abschnitt A der MiFID II genannten Dienstleistungen und Tätigkeiten (z.B. Ausführung und Übermittlung von Kundenaufträgen oder Anlageberatung), die sich auf die in Anhang I Abschnitt C der MiFID II genannten Finanzinstrumente (z.B. Aktien, Anleihen, Zertifikate, sonstige übertragbare Wertpapiere, Derivate oder Anteile an Investmentvermögen) beziehen. Hier ergeben sich insofern keine größeren Abweichungen zu den bereits unter MiFID bestehenden Regelungen.

Weiterhin ausgenommen vom Anwendungsbereich der MiFID II bleiben insbesondere Organismen für gemeinsame Anlagen (d.h. Investmentvermögen, im Folgenden „**Investmentfonds**“) und Pensionsfonds sowie die Verwahrer und Verwalter solcher Organismen. Dies bedeutet, dass Investmentfonds

⁹ Weitere Übergangsbestimmungen befinden sich in Art. 54 MiFIR.

¹⁰ Artikel 4 Abs. 1 Nr. 1 der MiFID II; die Mitgliedstaaten können unter gewissen Voraussetzungen jedoch auch Unternehmen, die nicht juristische Personen sind, als Wertpapierfirma definieren.

und Kapitalverwaltungsgesellschaften im „Standardfall“ des Investmentgeschäfts auch zukünftig nicht direkt Adressaten der MiFID II sind. Diese gesetzliche Ausnahme vom direkten Anwendungsbereich für KVGEn und extern verwaltete Investmentgesellschaften ist nach dem 2. FiMaNoG in § 3 (ehemals § 2a) Abs. 1 Nr. 18 WpHG-E vorgesehen. Gegenüber der bisherigen Ausnahmegesetzgebung des § 2a WpHG enthält § 3 WpHG-E nun die explizite Klarstellung, dass KVGEn und extern verwaltete Investmentgesellschaften bei Erbringung typischer Investmenttätigkeit keine Wertpapierfirmen sind.

Hiervon zu unterscheiden ist allerdings die Tatsache, dass die Anteile an Investmentfonds weiterhin als Finanzinstrumente i.S.v. MiFID II qualifizieren, so dass die Vertriebsvorgaben durch die jeweilige Wertpapierfirma zu beachten sind.

Dies gilt in gleicher Weise, wenn die vom unmittelbaren Anwendungsbereich befreite KVGEn – neben der kollektiven Vermögensverwaltung – andere Investmentfonds vertreiben oder im Rahmen einer Portfolioverwaltung verwalten. Entsprechend behält der Referentenentwurf für KVGEn auch die Verweisung auf das WpHG bei Erbringung von Dienst- und Nebendienstleistungen nach § 20 Abs. 2 Nr. 1-3 und Abs. 3 Nr. 2-5 KAGB bei. Somit sind durch externe OGAW- oder AIF-KVGEn, soweit sie die Finanzportfolioverwaltung bzw. im Rahmen der Erlaubnis zur Finanzportfolioverwaltung auch die Anlageberatung oder die Verwahrung und Verwaltung von Anteilen an inländischen oder EU-Investmentvermögen oder ausländischen AIF für andere erbringen, auch weiterhin die entsprechenden Vorschriften des WpHG zu beachten.

Eine Ausnahme wird es voraussichtlich auch weiterhin für Finanzanlagenvermittler mit einer Genehmigung nach § 34f Gewerbeordnung („GewO“) geben. Der Referentenentwurf lässt insoweit die bestehenden Ausnahmegesetzgebungen unberührt. MiFID II selbst schreibt derartige Ausnahmegesetzgebungen nicht vor; jedoch ist dem nationalen Gesetzgeber ein entsprechender Gestaltungsraum eingeräumt worden. Insofern bleibt die unterschiedliche Aufsicht von BaFin und Gewerbeaufsichtsbehörde (zumindest vorerst) aufrechterhalten. Finanzanlagenvermittler mit einer 34f-GewO-Erlaubnis müssen allerdings beachten, dass die für Wertpapierfirmen zukünftig geltenden Wohlverhaltenspflichten

der MiFID II durch sie auch zu beachten sein werden.¹¹

3. Einführung zu ausgewählten Themen

Die nachfolgenden Themen stellen eine erste, nur einführende Darstellung wesentlicher Neuerungen und Änderungen unter MiFID II dar. Im Hinblick auf den nötigen zeitlichen Vorlauf der operativen Umsetzung wollen wir an dieser Stelle zunächst nur einen Überblick über ausgewählte Themen geben.

a) Product Governance

Die Regelungen zum Bereich Product Governance können als eines der Kernelemente der MiFID II-Regelungen gewertet werden. Sie betreffen den gesamten **Produktzyklus eines „konzipierten“¹² Finanzinstruments** von der Produktstrukturierung, über dessen Vertrieb bis hin zu fortlaufenden Beobachtungspflichten, verbunden mit erheblichen Auswirkungen auf das Organisationsrecht (nicht nur) einer jeden Wertpapierfirma.

Der deutsche Gesetzgeber hatte im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. Juli 2015 bereits wesentliche Teile der diesbezüglich in der MiFID II enthaltenen Regelungen vorweggenommen und mit Wirkung zum 3. Januar 2017 im WpHG implementiert (vgl. § 33 Abs. 3b, 3c, 3d WpHG i.d.F. des Kleinanlegerschutzgesetzes). Entsprechend der Verschiebung der Anwendbarkeit der MiFID II sind nunmehr allerdings auch die Regelungen zur Product Governance erst ab dem 3. Januar 2018 anzuwenden (vgl. neue Nummerierung innerhalb des WpHG § 69 Abs. 3b, 3c, 3d WpHG-E i.d.F. des 2. FiMaNoGs)

Die in Art. 9 und 10 der Delegierten Richtlinie (EU) C(2016) 2031 vom 7. April 2016 („**DR MiFID II**“) vorgesehenen Anforderungen an die Produktüberwachung sind – nahezu identisch – in den §§ 11, 12 der WpDVerOV-E gespiegelt. Ergänzend ist hierzu der – sich aktuell im Konsultationsverfahren befindliche – Entwurf von ESMA Guidelines zu den Anfor-

¹¹ § 34g GewO wird durch den Referentenentwurf des 2. FiMaNoG um einen Verweis auf die aktualisierten Vorschriften im jetzt 11. Abschnitt des WpHG-E angepasst.

¹² Das Konzipieren umfasst in diesem Kontext das Erschaffen, Entwickeln, Begeben oder die Gestaltung von Finanzinstrumenten, vgl. § 11 Abs. 1 WpDVerOV-E.

derungen der Product Governance zu berücksichtigen.¹³

Diese vorstehend erwähnten Regelungen sehen vor, dass eine Wertpapierfirma, die Finanzinstrumente konzipiert („**Konzepteur**“¹⁴), ein Verfahren für die interne Freigabe zum Vertrieb eines jeden Finanzinstruments und jeder wesentlichen Änderung bestehender Finanzinstrumente zu unterhalten, zu betreiben und regelmäßig zu überprüfen hat („**Produktfreigabeverfahren**“).

Ein Bestandteil dieses Verfahrens ist die Festlegung eines **Zielmarktes**, der insbesondere den Anlagehorizont des Endkunden sowie seine Fähigkeit, Verluste, die sich aus der Anlage ergeben, tragen zu können, abbildet. Es sind insoweit alle relevanten Risiken aus dem konzipierten Finanzinstrument, insbesondere das Verlust- und Ausfallrisiko sowie das Wertschwankungsrisiko, zu bewerten. Darüber hinaus ist sicherzustellen, dass die beabsichtigte Vertriebsstrategie dem Zielmarkt entspricht.

Zur inhaltlichen Konkretisierung des Zielmarktes nimmt insbesondere die ESMA ausführlich Stellung¹⁵. Sie hat in ihren (noch nicht finalen) Guidelines sechs Kriterien aufgestellt und erläutert, wie diese inhaltlich auszufüllen sind, sodass im Rahmen einer abschließenden Gesamtschau der Zielmarkt eines Finanzinstruments definiert ist. Sie führt beispielsweise hinsichtlich der Kundenkategorisierung aus, dass zwischen Privatanlegern, professionellen Anlegern und zentralen Gegenparteien unterschieden werden kann. Weitergehende (durch die ESMA nicht nähergehend beschriebene) qualifizierende Merkmale können aufgenommen werden, wie beispielsweise „*private wealth client*“ oder „*sophisticated client*“. Hinsichtlich der Kenntnisse und Erfahrungen, die ein potentieller Anleger aufzuweisen hat, wird produktspezifisch zu differenzieren sein. Zudem können Vorgaben hinsichtlich des Zeitrahmens der bestehenden Kenntnisse aufgenommen werden. In Bezug auf die Fähigkeit des Anlegers, finanzielle Verluste zu tragen, soll unterschieden werden zwischen einem potentiellen Totalverlust und nur geringeren Verlusten, jeweils unter Berücksichtigung etwaiger Nachschusspflichten. Zur Fest-

legung des Risikoprofils schlägt die ESMA vor, Kriterien wie „risikoorientiert oder spekulativ“, „balanced“ oder „konservativ“ aufzunehmen. Hierbei soll auch auf die PRIIPs-VO, soweit anwendbar, zurückgegriffen werden. Hinsichtlich der Anlageziele sieht die ESMA vor, beispielsweise zwischen Liquiditätsanlage, Altersvorsorge oder dem angestrebten Anlagehorizont zu unterscheiden. Den Bedürfnissen der Anleger soll zudem über die Festschreibung weiterer Kriterien wie Alter, steuerliche Ansässigkeit oder Produktspezifika (Absicherung von Währungsrisiken, nachhaltige oder ethische Investments) Rechnung getragen werden.

In der künftigen Aufsichtspraxis wird insbesondere die Grenzziehung zwischen bloßer Überprüfung des Zielmarktes durch den Vertrieb im Einzelfall und dem Beginn einer Anlageberatung zu beobachten sein. Sicherlich wird nicht jeder individuelle **Zielmarktgleich** auch schon eine Anlageberatung darstellen. Gleichwohl ist zu konstatieren, dass durch Erfragen der insoweit relevanten Daten des Anlegers verbunden mit einer Einstufung hinsichtlich des Zielmarktes durch den Vertrieb bereits ein individualisierter Prozess ausgelöst wird, mit dem im Einzelfall auch die Schwelle zur Anlageberatung überschritten sein kann.

Im Rahmen des Produktfreigabeverfahrens ist daneben zu gewährleisten, dass – eigentlich wohl selbstverständlich - Charakter und Eigenschaft des konzipierten Finanzinstruments durch den Konzepteur verstanden werden („*Know your Product*“), dass mit Interessenkonflikten insbesondere vor dem Hintergrund der Gebührenstruktur geeignet umgegangen wird und auch in negativer Hinsicht eine Zielmarktbestimmung erfolgt. Letztere hat den Kreis der Kunden zu bestimmen, mit deren Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen das Finanzinstrument nicht in Einklang steht. Zudem ist durch den Konzepteur sicherzustellen, dass die an der Produktstrukturierung beteiligten Mitarbeiter über die erforderliche Sachkunde (nicht Zuverlässigkeit!) verfügen, um die Produktmerkmale, insbesondere damit einhergehende Risiken, zu verstehen.

Erstmalig werden durch § 11 Abs. 11 WpDVerOV-E nunmehr auch konkrete Anforderungen an die **Gebührenstruktur** eines konzipierten Finanzinstruments normiert. Demnach ist diese u.a. darauf zu überprüfen, ob Kosten und Gebühren mit den Bedürfnissen, Zielen und Merkmalen des Zielmarktes vereinbar sind und ob die Gebühren nicht die er-

¹³ Vgl. Consultation Paper, Draft Guidelines in MiFID II product governance requirements, 5.10.2016, ES-MA/2016/1436.

¹⁴ Neue Wortschöpfung nach § 11 WpDVerOV-E.

¹⁵ Vgl. Fn. 13, VII. Guidelines for manufacturers.

wartete Rendite aufzehren. Zudem hat die Gebührenstruktur hinreichend transparent zu sein, d.h. sie darf keine versteckten Gebühren enthalten und muss für den jeweiligen Zielmarkt verständlich sein.

Fazit: Das Produktfreigabeverfahren inklusive einer Zielmarktbestimmung ist als solche mit nicht geringem Aufwand verbunden, sollte durch den Konzepteur bei der Produktstrukturierung allerdings darstellbar sein. Deutlich komplexer wird es, wenn das Finanzinstrument aufgelegt ist. Denn dann besteht für einen Konzepteur die Pflicht, regelmäßig zu überprüfen, ob das Finanzinstrument weiterhin mit den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen des Zielmarktes vereinbar ist und tatsächlich auf dem vorher bestimmten Zielmarkt vertrieben wird. Dies dürfte insbesondere dann eine erhebliche Herausforderung darstellen, wenn das Produkt nicht durch den Konzepteur, sondern durch einen Dritten vertrieben wird, so dass bestehende Vertriebsvereinbarungen hierauf anzupassen sind. Hinzu kommt, dass im Rahmen einer **fortlaufenden Beobachtungspflicht** zentrale Ereignisse zu bestimmen sind, die die potentiellen Risiko- und Ertragserwartungen des Finanzinstruments beeinflussen können, und auf welche bei Eintritt unmittelbare Maßnahmen bis hin zu einem sofortigen Vertriebsstopp zu ergreifen sind (vgl. § 69 Abs. 10 WpHG-E, § 11 Abs. 13 WpDVerOV-E). Auch hierauf müssen Vertriebsvereinbarungen angepasst werden.

Ein Konzepteur, der Finanzinstrumente zum Vertrieb durch Vertreiber („**Vertreiber**“) konzipiert, hat diesen sämtliche sachgerechten Informationen zu dem Finanzinstrument und dem Produktfreigabeverfahren, einschließlich des zu bestimmenden Zielmarktes, zur Verfügung zu stellen, soweit diese zur Beurteilung der Geeignetheit und Angemessenheit des Finanzinstruments erforderlich sind. Was hierbei als „geeignet und angemessen“ anzusehen ist, wird durch den Gesetzgeber nicht weiter konkretisiert und wird in der praktischen Anwendung zu klären sein.

Ein Vertreiber hat ebenfalls angemessene interne Prozesse zu implementieren („**Produktüberwachungsvorkehrungen**“), die sicherstellen, dass die angebotenen Finanzinstrumente und –dienstleistungen die gesetzlichen Anforderungen erfüllen. Dazu zählen insbesondere Vorgaben, die für die Offenlegung, für Anreize und für den ordnungsgemäßen Umgang mit Interessenkonflikten gelten. Zudem hat der Vertreiber eine eigene Zielmarktbe-

stimmung vorzunehmen und zu prüfen, ob diese der definierten Vertriebsstrategie entspricht. Handelt eine Wertpapierfirma sowohl als Konzepteur als auch als Vertreiber, ist gemäß Art. 10 Abs. 2 DR MiFID II bzw. § 12 Abs. 8 WpDVerOV-E allerdings nur eine Zielmarktbestimmung bzw. Marktbewertung vorzunehmen, wobei diese nach Recital 17 DR MiFID II so detailliert ausfallen muss, dass die in diesem Bereich für Konzepture und Vertreiber geltenden Pflichten erfüllt werden. Die Produktüberwachungsvorschriften sind also funktionell (Funktion als Konzepteur, Funktion als Vertreiber) anzuwenden, sodass von einer grundsätzlichen Erleichterung für Wertpapierfirmen, die sowohl Konzepteur als auch Vertreiber von Finanzinstrumenten sind, letztlich nicht auszugehen ist, auch wenn die Zielmarktbestimmung nur in einem Dokument erfolgen muss.



Soweit ein Vertreiber Finanzinstrumente eines Emittenten vertriebt, der nicht unter die MiFID II-Regularien fällt, wie dies insbesondere für Investmentfonds große Bedeutung hat, hat er es aufsichtsrechtlich zu verantworten, dass er alle notwendigen Informationen erhält, die er selbst im Rahmen seiner Tätigkeiten benötigt. Dies gilt unabhängig davon, ob ein Finanzinstrument **auf dem Primär- oder auf dem Sekundärmarkt** vertrieben werden soll. Auch hierauf sind Vertriebsvereinbarungen anzupassen.

Im Übrigen hat der Vertreiber seine Produktüberwachungsvorkehrungen regelmäßig zu prüfen und sicherzustellen, dass diese belastbar und zweckmäßig sind.

Sollte eine Wertpapierfirma keine geeigneten Maßnahmen zur Implementierung eines Produktfreigabeverfahrens, der Erfüllung fortlaufender Beobachtungspflichten eines Finanzinstruments und der Informationsvermittlung gegenüber Vertreibern ergreifen oder als Vertreter nicht über adäquate Produktüberwachungsvorkehrungen verfügen, ist dies als Ordnungswidrigkeit nunmehr bußgeldbeehrt. Inwieweit Konzepteur und Vertreter insbesondere vor dem Hintergrund zivilrechtlicher Haftungsrisiken die Einhaltung der Regelungen zur Product Governance durch die jeweilig andere Partei sicherzustellen haben, wird die (gerichtliche) Praxis zeigen, sollte aber bereits jetzt im Rahmen vertraglicher Regelungen Berücksichtigung finden.

Die dargestellten Anforderungen der Product Governance sind ab dem 3. Januar 2018 – ohne weitergehende Übergangsbestimmungen – sowohl für Neuprodukte wie auch für vor diesem Datum aufgelegte Finanzinstrumente zu erfüllen, soweit diese auch nach dem 3. Januar 2018 „vertrieben“ werden. Produkte, deren Auflagendatum vor diesem Stichtag liegt und bei denen jegliche Vertriebstätigkeit beendet ist, genießen Bestandsschutz.

Für vor dem Stichtag aufgelegte Produkte, deren Vertrieb noch nicht abgeschlossen ist, ist nach Ansicht der ESMA¹⁶ sowohl durch Vertreter wie auch Konzepture (soweit der Regulatorik unterfallend) eine Zielmarktbestimmung vorzunehmen. Diese ist durch den Vertreter im Rahmen seiner Vertriebstätigkeit aufzustellen; Konzepture sollen dies im regulären Turnus ihrer Produktüberwachungspflicht nachziehen.¹⁷

Die ESMA stellt im Rahmen ihrer Draft Guidelines on MiFID II product governance requirements¹⁸ klar, dass auch im Falle eines Handels von Finanzinstrumenten über **Sekundärmärkte** die gesetzlichen Pflichten zur Festlegung und Überprüfung eines Zielmarktes zu berücksichtigen sind. Dessen praktische Umsetzung, insbesondere im Hinblick auf den Handel von „Alt-Produkten“ über Zweitmärkte, dürfte in der Praxis mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden sein.

b) Gebührenstruktur

Um es vorwegzunehmen, durch die kommenden Neuregelungen für Zuwendungen und Vergütungen

durch MiFID II und MiFIR sowie der deutschen Umsetzung in § 60 WpHG-E wird sich die bisherige Gebührenstruktur vieler Wertpapierfirmen, insbesondere der **Anlageberater**, **Anlagevermittler** und **Finanzportfolioverwalter** sowie Finanzanlagevermittler mit einer Genehmigung nach **§ 34f GewO**¹⁹, aber auch der **Emittenten** deutlich ändern müssen:

- So sind beispielsweise **laufende Bestandsprovisionen** künftig nur noch zulässig, wenn diese auch zu dauerhaften Vorteilen auf Kundenseite führen, was sich insbesondere auf die typische Provisionierung im Fondsvertrieb auswirken wird. Auch muss bei allen in Ansatz gebrachten Kosten eine Qualitätsverbesserung nachgewiesen werden, so dass ein Verrechnen von Zuwendungen gegen **Personalkosten** oder die Aufwendungen für **allgemeine Schulungen** nicht mehr möglich sein wird, solange dies nur der Qualitätssicherung und nicht der unmittelbaren, nachweisbaren Qualitätsverbesserung der Dienstleistung dient.
- Ebenso sind die **Honoraranlageberater** sowie die **Finanzportfolioverwalter** in besonderem Ausmaß betroffen, als dass Honoraranlageberater künftig gar keine Provisionen Dritter mehr vereinnahmen dürfen und Finanzportfolioverwalter nur noch kleinere nichtmonetäre Vorteile.
- Für alle Wertpapierfirmen steigen darüber hinaus die Anforderungen an die **Offenlegung** von Provisionen gegenüber ihren Kunden deutlich an, sowohl hinsichtlich des Umfangs als auch hinsichtlich der Detailtiefe. Damit sind zudem weitere umfangreichere Aufzeichnungs- und Überwachungspflichten verbunden.

Der neue § 60 WpHG-E baut dabei auf den bisherigen Regelungen für Zuwendungen auf (§ 31d WpHG) und schafft weitergehende Voraussetzungen für die Zulässigkeit von Zuwendungen. Nach § 60 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E dürfen (wie bislang) Wertpapierfirmen keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder an Dritte gewähren, es sei denn, die Zuwendungen sind darauf ausgelegt, die Leistung an den Kunden zu verbessern, sie stehen der

¹⁶ Vgl. Fn. 13.

¹⁷ Vgl. Fn. 13, V. III. Ziffern 55 - 57.

¹⁸ Vgl. Fn. 13.

¹⁹ Siehe § 34g GewO-E mit Verweis auf den 11. Abschnitt des WpHG-E.

Leistung gegenüber dem Kunden (tatsächlich) nicht entgegen und werden dem Kunden gegenüber umfassend, zutreffend und **unmissverständlich** (bislang „deutlich“) offengelegt.

Die Vorgaben für Zuwendungen werden künftig weiter spezifiziert und insgesamt eingeschränkt. So konkretisiert § 6 Abs. 2 WpDVerOV-E, in Umsetzung von Art. 11 DR MiFID II, wann eine **Zuwendung die Qualität der Dienstleistung für den Kunden verbessert**. Neu ist dabei, dass sich die Qualitätsverbesserung konkret auf die Dienstleistung auswirken muss; Kosten wie Mitarbeiterschulungen, die notwendig sind, um überhaupt eine angemessene Dienstleistung zu erbringen, werden daher jedenfalls nicht (mehr) ausreichend sein, um eine Qualitätsverbesserung zu begründen.

Zwei gesetzlich genannte Aspekte der Qualitätsverbesserung sind besonders hervorzuheben: So sollen Informationsinstrumente, die bei Anlageentscheidungen helfen oder die die Möglichkeit geben, ausgewählte Finanzinstrumente zu beobachten, zu modellieren und anzupassen, zu einer Qualitätsverbesserung der Leistungen gegenüber dem Kunden führen (§ 6 Abs. 2 Nr. 1 lit. c) aa) WpDVerOV-E). Hierunter können insbesondere verschiedene Modelle des **Roboadvisings** fallen, so dass sich hier für Wertpapierfirmen ganz neue Geschäftschancen ergeben können. Bemerkenswert ist zudem, dass in den deutschen Umsetzungsentwürfen auch in einem verbesserten Zugang zu Beratungsdienstleistungen durch ein **weitverzweigtes regionales Filialnetz in ländlichen Regionen** eine Qualitätsverbesserung gesehen wird (§ 6 Abs. 2 Nr. 1 lit. d) WpDVerOV-E). Dies ist in der DR MiFID II bisher nicht vorgesehen, sollte aber insbesondere im Sparkassen- sowie Volksbankensektor dazu führen, dass diese im Vergleich zu anderen Marktteilnehmern die Voraussetzungen der Qualitätsverbesserung erheblich leichter werden erfüllen können.

Weitreichende Änderungen ergeben sich für **Bestandsprovisionen** in Form von laufenden Vertriebsfolgeprovisionen: Auf diese muss künftig nicht nur (wie bisher) vorab hingewiesen und die Berechnung offengelegt werden, sondern die erhaltenen Provisionen müssen jetzt auch **im Nachgang** gegenüber dem Kunden konkret beziffert und ihm mindestens einmal jährlich **mitgeteilt** werden, § 60 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E. Wichtiger ist aber noch, dass **laufende Zuwendungen** auch mit **laufenden Vorteilen für den Kunden** verbunden sein

müssen, um eine Verbesserung der Leistung gegenüber dem Kunden zu begründen, § 6 Abs. 2 Nr. 3 WpDVerOV-E. Eine Vereinnahmung von laufenden Bestandsprovisionen ohne einen entsprechend nachweisbaren Vorteil für die Kunden wird daher künftig nicht mehr zulässig sein.

Ferner wird die **Bereitstellung von Analysen** (Research) auch weiterhin als Zuwendung gesehen, § 60 Abs. 2 Satz 2 WpHG-E, § 7 WpDVerOV-E, sofern sie nicht durch direkte Zahlungen der Wertpapierfirma oder (und diese Regelung ist neu) durch Zahlungen aus einem speziellen, für einen Kunden eingerichteten **Analysekonto** bezahlt werden.

Über diese allgemeinen Grundsätze hinaus bestehen für Honoraranlageberater sowie für Finanzportfoliowalter **Sonderregelungen**:

So dürfen **Honoraranlageberater** (§ 55 Abs. 12 WpHG-E) keinerlei nichtmonetäre Zuwendungen durch Dritte annehmen und müssen monetäre Zuwendungen Dritter an ihre Kunden auskehren. Dies entspricht auch schon dem derzeitigen deutschen Gesetzesstand, der im Rahmen der Änderungen des Honoraranlageberatergesetzes insofern bereits Vorgaben der MiFID II vorweggenommen hat.

Finanzportfoliowalter dürfen gemäß § 55 Abs. 14 WpHG-E, § 6 Abs. 1 WpDVerOV-E dem gegenüber kleinere, nichtmonetäre Vorteile²⁰ vereinnahmen, soweit diese geeignet sind, die Leistungen gegenüber den Kunden zu verbessern, der pflichtgemäßen Leistungserbringung nicht entgegenstehen und sie entsprechend offengelegt werden. Monetäre Zuwendungen dürfen demgegenüber nicht vereinnahmt werden. Das heißt, sie dürfen von einem Finanzportfoliowalter zwar angenommen, aber nicht behalten werden, sondern müssen kurzfristig an die Kunden ausgekehrt werden (anders als noch Art. 12 DR MiFID II stellt § 55 Abs. 14 WpHG-E klar, dass es um ein „Annehmen und Behalten“ geht und nicht bereits das bloße „Annehmen“ verboten ist).

²⁰ Hierzu zählen Informationen und Dokumentationen zu einem Finanzinstrument oder einer Wertpapierfirma, Informationsmaterial von Dritten, das vom Emittenten in Auftrag gegeben und vergütet wird, die Teilnahme an Konferenzen, Seminaren und anderen Bildungsveranstaltungen oder die Bewirtung in vertretbarer Geringfügigkeit, § 6 Abs. 1 WpDVerOV-E.

Ferner ist zu beachten, dass die **Offenlegung** der Zuwendungen künftig nicht mehr nur „deutlich“, sondern **„unmissverständlich“** erfolgen muss (§ 60 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-E). Eine pauschale Offenlegung in Form einer Zusammenfassung der wesentlichen Bestandteile und eine konkretere Offenlegung erst auf Nachfrage wird künftig (außer bei kleineren nicht monetären Vorteilen) nicht mehr ausreichend sein. Vielmehr müssen die geldwerten Vorteile bepreist und separat offengelegt werden, § 60 Abs. 4 WpHG-E iVm § 55 Abs. 6 Satz 3 Nr. 2 WpHG-E. Die Aufzeichnungen und Verzeichnisse zum **Nachweis**, dass die Zuwendungen dazu bestimmt sind, die Qualität der **Dienstleistung zu verbessern** (§ 60 Abs. 1 Satz 2 WpHG-E), werden künftig deutlich detaillierter und präziser geführt werden müssen, da anders als nach derzeitiger Rechtslage (vgl. AT 8.2 MaComp) ersichtlich sein muss, wie die Zuwendungen die Dienstleistungen gegenüber den jeweiligen betroffenen Kunden verbessern (§ 6 Abs. 3 WpDVerOV-E). Eine pauschale Clusterung nach Infrastruktur, Personalkosten etc. wird daher kaum mehr ausreichend sein, mit der eingangs beschriebenen Konsequenz, dass künftig deutlich präziser dargelegt werden muss, welche Aufwendungen tatsächlich und wie sie konkret zu einer Qualitätsverbesserung führen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass neben einer Reihe konkretisierender Einzelheiten (sei es zur Offenlegung oder zu Aufzeichnungspflichten und dem damit verbundenen, künftigen administrativen Mehraufwand), insbesondere die Neuregelungen zu den Bestandsprovisionen sowie zu der konkreten Qualitätsverbesserung zu Veränderungen in den derzeit gängigen Vertriebsstrukturen führen werden. Gleichzeitig bieten die neuen Leistungspflichten zur Qualitätsverbesserung aber gerade innovativen Beratern neue Chancen, sich durch besondere Angebote vom Markt abzugrenzen und schneller auf die neuen Anforderungen zu reagieren.

c) (Telefon-)Aufzeichnungspflichten

Durch MiFID II werden **neue Aufzeichnungspflichten** eingeführt, die die Kundenkommunikation, aber auch die internen Abläufe und Organisationsstrukturen von Wertpapierfirmen stark beeinflussen werden. Zukünftig müssen Wertpapierfirmen insbesondere auch **Telefongespräche und elektronische Kommunikation** aufzeichnen, wobei diese Aufzeichnungspflicht umfassend ausgestaltet ist. Hiervon kann auch interne Kommunikati-

on erfasst sein. Die neuen Aufzeichnungspflichten sowie die sie ergänzenden Organisations- und Aufbewahrungspflichten stellen im Übrigen einen nicht zu unterschätzenden Kostenfaktor dar und werden vermutlich in zeitlicher Hinsicht einen erheblichen Vorplanungszeitraum beanspruchen.



Art. 16 Abs. 6 MiFID II verpflichtet Wertpapierfirmen umfassender als zuvor, Aufzeichnungen über alle ihre Dienstleistungen, Tätigkeiten und Geschäfte vorzunehmen/vorzuhalten, um zu gewährleisten, dass die zuständige Behörde ihrer Aufsichtspflicht in ausreichendem Maße nachkommen kann und insbesondere die Einhaltung rechtlicher Verpflichtungen der Wertpapierfirmen gegenüber ihren (potentiellen) Kunden überprüfen kann. Diese generelle Aufzeichnungspflicht nach MiFID II soll durch § 72 WpHG-E ins deutsche Recht umgesetzt werden.

Die Anforderungen an Art und Umfang der Aufzeichnungspflichten werden in Art. 16 Abs. 7 MiFID II bzw. § 72 WpHG-E (für bestimmte Wertpapierdienstleistungen) weiter spezifiziert – neu ist insbesondere die Pflicht zur Aufzeichnung von Telefongesprächen und elektronischer Kommunikation.

Was unter **„elektronischer Kommunikation“** zu verstehen ist, erläutert die ESMA Q&A List²¹ in Kap. 3/Antwort 5, wonach u.a. Videokonferenzen, Fax, E-Mail, Bloomberg Mail, SMS, B2B Geräte, Chats, Instant Messages und Handy Apps in den Anwendungsbereich fallen sollen. Dabei stellt die ESMA explizit ihre Auffassung klar, dass es sich hierbei mit Blick auf die fortlaufende technologische Entwicklung nicht um eine abschließende Auflistung handelt.

²¹ ESMA Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics, ESMA/2016/1444 v. 10.10.2016.

Telefongespräche oder elektronische Kommunikation müssen fortan in Bezug auf die beim Handel für eigene Rechnung getätigten Geschäfte und die Erbringung von Dienstleistungen, die sich auf die Annahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen beziehen, aufgezeichnet werden. Diese Pflicht zur Aufzeichnung von Telefongesprächen und elektronischer Kommunikation soll selbst dann gelten, wenn die betroffenen Gespräche und Mitteilungen *nicht* zum Abschluss solcher Geschäfte oder zur Erbringung solcher Dienstleistungen führen, vgl. Art. 16 Abs. 7 UA 1, 2 MiFID II bzw. § 72 Abs. 3 WpHG-E. Damit löst bereits die Möglichkeit zum Geschäftsabschluss eine Aufzeichnungspflicht des entsprechenden Beratungsgesprächs aus. Dies spricht dafür, auch **Tätigkeiten der Anlageberatung** in den Anwendungsbereich der neuen Aufzeichnungspflicht einzubeziehen, auch wenn sie in Art. 16 Abs. 7 MiFID II / § 72 WpHG-E nicht explizit genannt sind.²²

Um den Umfang der Aufzeichnungspflichten weiter zu spezifizieren, stellt die ESMA Q&A List etwa in Kap. 3/Antwort 1 klar, dass hiervon grundsätzlich auch **interne telefonische bzw. elektronische Kommunikation** (mit Bezug zu der Annahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen oder dem Handel auf eigene Rechnung) betroffen sein kann,²³ sowie in Antwort 8, dass relevante Telefongespräche und elektronische Kommunikation von Anfang bis Ende aufzuzeichnen sind. Was unter „relevant“ zu verstehen ist, wird an dieser Stelle jedoch nicht weiter ausgeführt. Einen Anhaltspunkt hierfür könnte die Begründung des Referentenentwurfs zum 2. FiMaNoG / § 72 WpHG-E (S. 321) bieten, die zutreffend darauf hinweist, dass sich die telefonische/elektronische Kommunikation nicht während ihrer gesamten Dauer zwingend auf vom Anwendungsbereich der MiFID II umfasste Dienstleistungen beziehen müsse. Gerade bei Instituten, die neben Wertpapierdienstleistungen noch andere nicht von der MiFID II erfasste Dienstleistungen anbieten, lasse sich ein genauer Zeitpunkt, ab dem die Aufzeichnung zu beginnen habe, nicht immer genau bestimmen. Jedenfalls gelte, dass für die

Beweissicherung im Hinblick auf die Beratung über eine Wertpapierdienstleistung zugunsten des Kunden frühzeitig mit der Aufzeichnung zu beginnen sei.

Eine weitere Konkretisierung mit einschränkender Tendenz enthält der Wortlaut des § 72 Abs. 3 S. 2 WpHG-E, wonach die Aufzeichnung insbesondere diejenigen Teile der Telefongespräche und der elektronischen Kommunikation zu beinhalten hat, in welchen Risiken, die Ertragschancen oder die Ausgestaltung von Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen erörtert werden. Ausweislich der Begründung des Referentenentwurfs zum 2. FiMaNoG haben gerade diese Teile des Beratungsgesprächs für die Beweissicherung herausgehobene Bedeutung und sind *in jedem Fall* aufzuzeichnen. Daraus könnte geschlossen werden, dass die betroffenen Wertpapierfirmen bei der Erfüllung ihrer Aufzeichnungspflichten durchaus fokussiert im Sinne eines Mindeststandards vorgehen dürfen, was gerade für kleinere Institute/ FDI's – auch unter etwaiger Berücksichtigung des aufsichtsrechtlichen Proportionalitätsgrundsatzes – von besonderer Bedeutung sein dürfte.

Im Übrigen sind mit den neuen Aufzeichnungspflichten **ergänzende Informations-, Organisations- und Aufbewahrungspflichten** verbunden, die die Geschäftsabläufe und Organisationsstrukturen der betroffenen Wertpapierfirmen nicht unerheblich beeinflussen werden.

So darf eine Wertpapierfirma, die ihre Kunden nicht **im Voraus** über die Aufzeichnung ihrer Telefongespräche oder (elektronischen) Kommunikation informiert hat, für diese keine solchermaßen veranlassten Wertpapierdienstleistungen erbringen (sofern sich diese Wertpapierdienstleistungen auf die Annahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen beziehen). Dies gilt sowohl bei Neu-, als auch bei Altkunden vgl. Art. 16 Abs. 7 UA 4-6 MiFID II bzw. § 72 Abs. 5 WpHG-E. Dabei wird in der deutschen Umsetzung in § 72 Abs. 5 S. 2 WpHG-E zusätzlich darauf hingewiesen, dass ein entsprechendes Verbot auch für den Fall gilt, dass ein Kunde der Aufzeichnung widersprochen hat.

²² Vgl. Begründung des Referentenentwurfs zum 2. FiMaNoG, S. 321; ESMA Q&A List Kap. 3/ Antwort 11; Balzer, ZBB/JBB 4/16, 226,236.

²³ Dies bestätigt auch die BaFin in ihrer veröffentlichten Präsentation zum Taping im Rahmen der Informationsveranstaltung zu den Level 2-Entwürfen vom 07.04.2016 betreffend MiFID II, S. 28, herunterzuladen über www.bafin.de.

Zur Durchsetzung der Aufzeichnungspflichten bei Telefongesprächen und elektronischer Kommunikation müssen Wertpapierfirmen zukünftig **umfassende Organisationsmaßnahmen** („alle angemessenen Maßnahmen“) vorsehen, vgl. Art. 16 Abs. 7 UA 3 MiFID II bzw. § 72 Abs. 4 WpHG-E. Diese Organisationspflichten werden in Art. 76 der künftig unmittelbar geltenden Delegierten Verordnung C(2016) 2398²⁴ genauer beschrieben und umfassen insbesondere die Festlegung und Umsetzung wirksamer, schriftlicher Aufzeichnungsgrundsätze, Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen für die Mitarbeiter sowie das Führen von Personen- bzw. Mitarbeiterverzeichnissen, um einen Überblick über die von der Wertpapierfirma zur Nutzung zugelassenen **Firmen- und Privatgeräte** zu behalten. Private Geräte, insbesondere auch Mobiltelefone, (vgl. ESMA Q&A List, Kap. 3/Antwort 10) dürfen die Mitarbeiter also durchaus nutzen, allerdings muss gewährleistet sein, dass die betroffenen Telefongespräche/elektronische Kommunikation durch die Wertpapierfirma aufgezeichnet oder kopiert werden können vgl. § 72 Abs. 4 WpHG-E (Art. 16 Abs. 7, UA 8 MiFID II). Eine gewisse Erleichterung bei der Implementierung der Organisationsmaßnahmen wird sich gerade für kleinere Institute/FDI's dadurch ergeben, dass Art. 76 Abs. 1 der Delegierten Verordnung C(2016) 2398 ausdrücklich vorsieht, dass die geforderte „Taping Policy“ jeweils der Größe und Organisation der Firma sowie der Art, des Umfangs und der Komplexität ihrer Geschäfte anzupassen ist.²⁵

Schließlich sind die gemäß § 72 Abs. 3 und 6 WpHG-E gespeicherten Aufzeichnungen den betreffenden Kunden auf Anfrage zur Verfügung zu stellen und **fünf Jahre** aufzubewahren. Wenn dies von der zuständigen Behörde – etwa für Zwecke von (Sonder-)Untersuchungen, die sich auf einen längeren Zeitraum erstrecken (vgl. ESMA Q&A List, Kap. 3/ Antwort 4) – verlangt wird, müssen die Aufzeichnungen bis zu **sieben Jahre** aufbewahrt werden, vgl. Art. 16 Abs. 7 UA 9 MiFID II, § 72 Abs. 8 WpHG-E. Nach Auslegung/ Klarstellung durch die ESMA soll hierzu auch interne Kommunikation der

Mitarbeiter und Auftragnehmer der Wertpapierfirma zählen, soweit sie sich jedenfalls auf die Ausführung des Kundenauftrags bezieht. Beachtenswert ist auch der Hinweis der ESMA, dass Wertpapierfirmen für die Einräumung des Datenzugangs ihren Kunden gegenüber Gebühren erheben können, wobei diese (in Übereinstimmung mit nationalen Bestimmungen) nicht so hoch angesetzt werden dürfen, dass die Kunden de facto von der Geltendmachung ihrer Rechte abgehalten werden (vgl. ESMA Q&A List, Kap. 3, Antworten 2 und 9).

Angesichts der umfassenden Aufzeichnungspflichten insbesondere im Fall von Telefongesprächen und elektronischer Kommunikation mag sich für Wertpapierfirmen je nach Größe und Organisationsstruktur der Bedarf ergeben, ihren neuen Verpflichtungen mit Hilfe externer Dienstleister nachzukommen. Die ESMA bestätigt in ihrer Q&A List, Kap. 3/Antwort 7 die Zulässigkeit der Einbeziehung Dritter bei der Wahrnehmung der Aufzeichnungspflichten und weist zugleich darauf hin, dass es sich in diesem Fall um eine echte **Auslagerung wesentlicher Funktionen** („critical or important operational function“) handelt. Folglich wird die Zulässigkeit einer solchen Auslagerung im deutschen Recht von der Erfüllung der Voraussetzungen des § 25b KWG (i.V.m. § 69 Abs. 6 WpHG-E) abhängen.

Fazit: Die neuen Aufzeichnungspflichten bezüglich telefonischer und elektronischer Kommunikation sind angesichts der damit verbundenen Organisationsanpassungen nicht zu unterschätzen und sollten rechtzeitig vor Inkrafttreten des 2. FiMaNoG in Angriff genommen werden, zumal bei Verletzung der Pflichten empfindliche Bußgelder nach § 109 Abs. 8 (Nr. 123 ff) i.V.m. Abs. 20 WpHG-E drohen (Geldbuße bis 5 Mio. EUR oder im Einzelfall auch mehr: so können Geldbußen bis zu 10 Prozent des Gesamtumsatzes des vorausgegangenen Geschäftsjahres oder darüber hinaus Geldbußen bis zum Zweifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils verhängt werden). Dies gilt auch bei Verletzung der diesbezüglichen Informationspflichten des § 72 Abs. 5 WpHG-E.

4. Ausblick

MiFID II und MiFIR wird für die betroffenen Wertpapierfirmen, aber auch die mittelbar betroffenen Marktteilnehmer (Kapitalverwaltungsgesellschaften!) insbesondere Anpassungen ihrer Geschäfts-

²⁴ Noch nicht in Kraft getreten.

²⁵ Diesen Grundsatz/Proportionalitätsgedanken greift auch die BaFin in ihrer veröffentlichten Präsentation zum Taping im Rahmen der Informationsveranstaltung zu den Level 2-Entwürfen vom 07.04.2016 betreffend MiFID II, S. 27, auf (herunterzuladen über www.bafin.de), wobei sie den Grundsatz ganz allgemein für die Aufzeichnungspflichten (und nicht nur für die Taping Policy) statuiert.

modelle und der technischen Systeme mit sich bringen.

Mit dem Referentenentwurf des 2. FiMaNoG können sich die Marktteilnehmer nunmehr einen Überblick verschaffen, wie die Umsetzung in Deutschland erfolgen soll. Im nächsten Schritt ist mit der Veröffentlichung des entsprechenden Regierungsentwurfes zu rechnen, der dann Gegenstand des parlamentarischen Verfahrens wird.



Im Übrigen ist auch auf europäischer Ebene der Gesetzgebungsprozess mit Blick auf Level 2- und Level 3-Maßnahmen noch nicht abgeschlossen.²⁶ Die Fristen für Einwände gegen die eingebrachten Delegierten Rechtsakte²⁷ der Kommission für die europäischen Gesetzgeber sind im Wesentlichen bereits abgelaufen. Mit einer Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union kann insoweit in Kürze gerechnet werden.

Schließlich konzipiert die ESMA zurzeit auch noch Level-3 Maßnahmen, die zu einer wirksamen Anwendung von MiFID II und MiFIR beitragen sollen. Von hervorgehobener Bedeutung sind hierbei insbesondere die im Konsultationsverfahren befindlichen Guidelines zur Product Governance.²⁸

Des Weiteren beabsichtigt die ESMA durch Q&As Interpretations- und Implementierungsfragen der Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden zu beant-

worten. Im Oktober 2016 wurden z.B. Q&A's zum Thema Anlegerschutz unter MiFID II / MiFIR veröffentlicht.²⁹

Moritz Gerstmayr, LL.M.

Rechtsanwalt
Standort München
moritz.gerstmayr@gsk.de

Philippe Lorenz

Rechtsanwalt
Standort München
philippe.lorenz@gsk.de

Lisa Watermann

Rechtsanwältin
Standort München
lisa.watermann@gsk.de

Sarah Zech

Rechtsanwältin
Standort München
sarah.zech@gsk.de

²⁶ Siehe auch oben Ziffer 1 c).

²⁷ U.a. Delegierte Richtlinie (EU) C(2016) 2031 v. 7. April 2016, Delegierte Verordnung (EU) C(2016) 2398 v. 25. April 2016 und Delegierte Verordnung (EU) C(2016) 2860 v. 18. Mai 2016; vgl. im Übrigen Fn. 5.

²⁸ Vgl. Fn. 13.

²⁹ Vgl. Fn. 21.

Urheberrecht

GSK Stockmann + Kollegen - Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe,ervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann + Kollegen gestattet.

Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann + Kollegen und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann + Kollegen und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

www.gsk.de

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

BERLIN

Mohrenstraße 42
10117 Berlin
Tel +49 30 203907-0
Fax +49 30 203907-44
berlin@gsk.de

HEIDELBERG

Mittermaierstraße 31
69115 Heidelberg
Tel +49 6221 4566-0
Fax +49 6221 4566-44
heidelberg@gsk.de

FRANKFURT/M.

Taunusanlage 21
60325 Frankfurt
Tel +49 69 710003-0
Fax +49 69 710003-144
frankfurt@gsk.de

MÜNCHEN

Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
Tel +49 89 288174-0
Fax +49 89 288174-44
muenchen@gsk.de

HAMBURG

Neuer Wall 69
20354 Hamburg
Tel +49 40 369703-0
Fax +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

BRÜSSEL

GSK Stockmann + Kollegen
209a, Avenue Louise
B-1050 Brüssel
Tel +32 2 6260 740
Fax +32 2 6260 749
bruessel@gsk.de

LUXEMBURG

GSK Luxembourg SA
44, Avenue John F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Tel +352 2718 0200
Fax +352 2718 0211
luxembourg@gsk-lux.com

UNSERE PARTNER DER BROADLAW GROUP:

Lefèvre Pelletier & associés in Frankreich, Nunziante Magrone in Italien und Roca Junyent in Spanien

www.broadlawgroup.com