

RECHTSANWÄLTE PHILIPPE LORENZ UND LISA WATERMANN*

MiFID II „light“? Wohl kaum. Referentenentwurf zur Finanzanlagenvermittlungsverordnung

Am 7.11.2018 hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) den lange erwarteten Referentenentwurf zur Änderung der Finanzanlagenvermittlungsverordnung vorgelegt.¹ Die FinVermV konkretisiert den regulatorischen Rahmen für den Finanzvertrieb durch Finanzanlagenvermittler und Honorar-Finanzanlagenberater auf Grundlage der Gewerbeordnung (GewO).

„*Wo viel Licht ist, ist auch viel Schatten*“ sagte bereits Goethes Götz von Berlichingen. Das gilt wohl auch für den vorliegenden Referentenentwurf. Die Anforderungen bezüglich der Zuwendungen sind nach dem vorliegenden Entwurf deutlich weniger belastend, als dies bei den Vorgaben die WpHG-regulierten Wertpapierdienstleister betreffend der Fall ist. Hingegen dürfte insbesondere die Umsetzung der Vorgaben zum Taping, zur Kostentransparenz und zum Zielmarktgleich – auch mangels adäquater Umsetzungsfristen – für den unvorbereiteten Marktteilnehmer sowie für die mittelbar betroffenen Emittenten, die innerhalb ihrer Vertriebswege auf Finanzanlagenvermittler setzen, eine nicht zu unterschätzende Herausforderung darstellen.

A. Hintergrund und gesetzlicher Rahmen

Zehn Jahre nach Verabschiedung der MiFID-Richtlinie² im April 2004 und der späteren Umsetzung der für Finanzanlagenvermittler nach § 34 f GewO relevanten Vorgaben innerhalb der Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV) im April 2012 hat der Europäische Gesetzgeber mit der zweiten Finanzmarktrichtlinie 2014/65/EU³ („MiFID II“), der Finanzmarktverordnung (EU) Nr. 600/2014⁴ („MiFIR“) und zahlreichen delegierten Rechtsakten ein grundlegend überarbeitetes regulatorische Rahmenwerk für Wertpapierdienstleistungsunternehmen erlassen, das gleichermaßen einer stärkeren europaweiten Harmonisierung, dem Anlegerschutz sowie der Transparenz und Integrität der Finanzmärkte dienen soll.

Dieses wurde mit Wirkung zum 3.1.2018 für Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen des 2. Finanzmarktnovellierungsgesetzes (2. FiMaNoG) auf nationaler Ebene umgesetzt. Eine Umsetzung auch für Finanzanlagenvermittler und Honorar-Finanzanlagenberater innerhalb der FinVermV auf Grundlage der fakultativen Ausnahme von Art. 3 der MiFID II war hingegen bislang nicht

* Die Autoren sind am Münchener Standort von GSK Stockmann tätig. Sie beraten insbesondere Banken, Finanzdienstleistungsinstitute, Fondsgesellschaften und Versicherungen im Bank- und Bankaufsichtsrecht, Kapitalmarktrecht, Investment- und Versicherungsaufsichtsrecht.

1 Die FinVermV in der Fassung des Referentenentwurfs v. 7.11.2018 wird im Folgenden auch als „FinVermV-RefE“ bezeichnet. Der finale Verordnungstext lag bei Redaktionsschluss noch nicht vor.

erfolgt. Mit umso größerer Spannung wurde die Veröffentlichung des nunmehr vorliegenden Referentenentwurfs erwartet.

Die bislang allein politischen Überlegungen, die Aufsicht über die Finanzanlagenvermittler bzw. Honorar-Finanzanlagenberater – wie im Koalitionsvertrag vorgesehen – von den lokalen Gewerbeaufsichtsbehörden auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu übertragen, hat in die Gesetzesänderungen der GewO und der FinVermV bisher noch keinen Eingang gefunden. Gleichwohl kann davon ausgegangen werden, dass sich die Gewerbeaufsichtsbehörden im Rahmen der Auslegung der künftigen Vorgaben der FinVermV auch weiterhin an der einschlägigen Aufsichtspraxis sowohl der BaFin wie auch der europäischen Aufsichtsbehörden orientieren werden.

B. Ausgewählte Aspekte des Referentenentwurfs

I. Allgemeine Verhaltenspflichten – Interessenkonflikte, Vergütung, Anforderungen an Werbemitteilungen

Im Rahmen der allgemeinen Verhaltenspflichten werden durch den Referentenentwurf Anforderungen an die Vermeidung, Regelung und Offenlegung von Interessenkonflikten sowie Vorgaben bzgl. Vergütungsregelungen konkretisiert (vgl. § 11 a FinVermV-RefE).

So hat der Gewerbetreibende nun zunächst Maßnahmen zu ergreifen, um Interessenkonflikte zu erkennen und zu vermeiden. Sofern ein Interessenkonflikt nicht vermieden werden kann, ist durch interne Organisationsprozesse dafür zu sorgen, dass sich dieser nicht zum Nachteil des Anlegers auswirkt (zB Einrichten von chinese walls, etc.). Sofern dies nicht möglich ist, sind dem Anleger gegenüber Art und Quelle des Interessenkonfliktes rechtzeitig vor Abschluss eines Geschäfts eindeutig offenzulegen.

Zum Bereich des Interessenkonfliktmanagements gehört dabei auch die Implementierung einer Vergütungspolicy. Diese hat zu regeln, dass die Vergütung von Beschäftigten in Einklang damit stehen muss, im bestmöglichen Interesse der Anleger zu handeln. Zu den weiteren Details wird auf Art. 27 der Delegierten Verordnung zur MiFID II⁵ („DVO MiFID II“) verwiesen. Dieser regelt u.a., dass die Höhe der Vergütung nicht ausschließlich oder vorwiegend auf quantitativen Kriterien beruhen darf und vielmehr auch qualitative Kriterien berücksichtigt werden müssen.

Die neuen Regelungen sind weitgehender, als dies nach § 13 Abs. 5 FinVermV bislang der Fall ist. Nach der (noch) geltenden Regelung ist der Anleger lediglich rechtzeitig vor Abschluss eines Geschäfts auf etwaige Interessenkonflikte hinzuweisen. Eine Verpflichtung zur Aufstellung einer Vergütungspolicy oder gar materielle Vorgaben zur Ausgestaltung von Vergütungsstrukturen bestehen bis dato nicht.

Sofern noch nicht geschehen, müssen Finanzanlagenvermittler und Honorar-Finanzanlagenberater im Rahmen ihrer internen Prozesse die vorstehenden Aspekte aufgreifen und künftig umsetzen. Hierzu zählt nicht nur der Entwurf einer Interessenkonflikttrichtlinie und ggf. eine entsprechende Anpassung der internen Prozesse, sondern auch einer adäquaten Vergütungspolicy.

Im Rahmen der allgemeinen Verhaltenspflichten ist daneben zu berücksichtigen, dass § 14 Abs. 5 FinVermV-RefE, welcher Anforderungen an Finanzanalysen und Werbemitteilungen aufstellt, umfänglich auf Art. 36 und 44 DVO MiFID II verweist. Demnach gelten die (sehr strengen) europäischen Vorgaben an „faire, klare und nicht irreführende Informationen“, die den nicht unwesentlichen Bereich aller werbenden Maßnahmen umfassen, nunmehr auch für Finanzanlagenvermittler und Honorar-Finanzanlagenberater. § 14 Abs. 5 FinVermV-RefE ist dabei nach der Begründung des Referentenentwurfs an § 63 Abs. 6 des Wertpapierhandelsgesetzes („WpHG“) angelehnt. Die dessen Vorgaben konkretisierenden Ausführungen der BaFin innerhalb von BT 3 MaComp⁶ sind insoweit zur ergänzenden Auslegung heranzuziehen.

II. Informationen des Anlegers über Risiken, Kosten und Nebenkosten

Neben den erweiterten allgemeinen Verhaltenspflichten werden die Anforderungen an Aufklärungspflichten deutlich ausgeweitet und den bestehenden Informationspflichten KWG-lizenzierter Institute v.a. im Bereich der Kostentransparenz angenähert.

§ 13 Abs. 1 FinVermV-RefE sieht insoweit vor, dass der Anleger vor Abschluss eines Geschäfts angemessene Informationen insbesondere hinsichtlich der Finanzanlagen und der vorgeschlagenen Anlagestrategie, der Risiken und aller Kosten und Nebenkosten erhält. Die Vorgaben beinhalten auch dezidierte Informationen über Ausführungsplätze (vgl. § 13 Abs. 4 FinVermV-RefE) und Hinweise dazu, ob die Finanzanlage für Privatkunden oder für professionelle Kunden bestimmt ist.

Hinsichtlich Art, Inhalt, Gestaltung und Zeitpunkt der nach § 13 Abs. 1 FinVermV-RefE notwendigen Vorabinformation verweist § 13 Abs. 2 FinVermV-RefE umfänglich auf die Vorgaben der Art. 45 bis 48 und 50 bis 53 DVO MiFID II, wobei es sich bei dem Verweis auf Art. 45 DVO MiFID II jedenfalls in Zusammenhang mit den allgemeinen Informationspflichten um ein redaktionelles Versehen handeln dürfte.

Gerade hinsichtlich der Informationen zu Kosten und Nebenkosten wird der Gewerbetreibende damit künftig – in gleichem Maße wie ein WpHG-reguliertes Wertpapierdienstleistungsunternehmen – die Gesamtkosten sowie, jeweils separat dargestellt, die Dienstleistungskosten, die Produktkosten und die Zuwendungen dem Anleger vor Abschluss eines Geschäfts zur Verfügung stellen müssen (sog. *ex ante-Kostenausweis*). Dazu sind die vorgenannten Kosten in einer tabellarischen Darstellung sowohl als absolute Beträge wie auch als Prozentwerte des Investitionsbetrages aufzuschlüsseln, um dem Anleger sowohl die Ge-

5 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie.

6 BaFin-Rundschreiben 05/2018 (WA) – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und weitere Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten v. 9.5.2018 („MaComp“).

samtkosten als auch die kumulative Wirkung der Kosten auf die Rendite der Anlage aufzuzeigen. Die Kosten müssen dabei für das konkret gewählte Produkt ausgewiesen werden; erfreulicherweise muss sich diese Darstellung allerdings nicht auf den in jedem Einzelfall tatsächlich gewählten Investitionsbetrag beziehen, sondern kann auch bezogen auf einen fiktiven, pauschalen Investitionsbetrag erfolgen.⁷

Erst auf Verlangen des Anlegers muss der Gewerbetreibende eine dezidierte Aufstellung der einzelnen Kostenpositionen zur Verfügung stellen, wobei davon auszugehen ist, dass auch hier nicht sämtliche Einzelkosten, sondern eine zusammenfassende Darstellung jeweils der einmaligen und fortlaufenden Kosten, der Kosten im Zusammenhang mit der Dienstleistung bzw. den Geschäften sowie der Nebenkosten entsprechend der Tabelle in Anhang II der DVO MiFID II ausreichend ist.⁸ Die Zuwendungen sind demgegenüber in jedem Fall einzeln und vollständig auszuweisen.

Neben der tabellarischen Kostenübersicht müssen die Gewerbetreibenden den Kunden auch eine veranschaulichende Darstellung nebst eigener Beschreibung zukommen lassen, aus der sich die Wirkung der Kosten auf die Rendite sowie voraussichtliche Kostenspitzen und -schwankungen ergeben, § 13 Abs. 2 S. 3 FinVermV-RefE iVm Art. 50 Abs. 10 DVO MiFID II.

Ergänzt wird diese ex ante-Kostentransparenz um eine Pflicht zur sog. *ex post-Kostentransparenz*, wonach der Gewerbetreibende seinen Kunden auch nachlaufend zum Erwerbsvorgang Kosteninformationen zur Verfügung stellen muss. In diesem Zusammenhang geht der Referentenentwurf sogar über die Vorgaben für WpHG-regulierte Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinaus, indem er einen Kostenausweis *während der Laufzeit der Anlage* und nicht nur während der *laufenden Geschäftsbeziehung mit dem Kunden* fordert. Hier gilt es abzuwarten, inwieweit der Ordnungsgeber diese überschießenden und nicht gebotenen Anforderungen noch korrigiert oder besuht einen Gleichlauf mit den Vorgaben im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten sucht.⁹

III. Anlageberatung und Anlagevermittlung

Während die Vorgaben hinsichtlich der Anlagevermittlung in § 16 Abs. 2 FinVermV durch den Referentenentwurf unangetastet bleiben, werden die Anforderungen an die Anlageberatung durch den Referentenentwurf deutlich stärker an die Maßgaben und Systematik des WpHG angelehnt und erfordern nunmehr auch eine Geeignetheitsklärung.

1. Anforderungen an die Geeignetheitsprüfung

Für die Geeignetheitsprüfung hat der Anlageberater von dem Anleger alle für eine Empfehlung notwendigen Informationen einzuholen. Diese umfassen neben den Kenntnissen und Erfahrungen des Anlegers in Bezug auf Finanzanlagen, seinen Anlagezielen und finanziellen Verhältnis-

sen nun ausdrücklich auch seine Fähigkeiten, Verluste zu tragen, sowie seine Risikotoleranz (§ 16 Abs. 1 Nr. 2 und 3 FinVermV-RefE).

Der Umfang der konkret abzufragenden Informationen liegt grundsätzlich in der Verantwortung der Berater, wobei sie sicherzustellen haben, dass sie alle notwendigen Informationen, die § 16 Abs. 1 S. 3 iVm Art. 54, 55 DVO MiFID II als Mindeststandard auflistet, erfragen. So kann sich gerade bei komplexen oder riskanten Finanzinstrumenten der Prüfungsumfang erhöhen; ebenso wie bei illiquiden Instrumenten zwingend der Anlagehorizont des Anlegers zu berücksichtigen ist.¹⁰ Neu ist, dass die ESMA¹¹ vermehrt auch eine Berücksichtigung nicht-finanzieller Elemente hervorhebt und auch eine Abfrage von umweltbezogenen, sozialen und Governance-Aspekten als gute Praxis wertet.¹² Damit greift sie auch im Rahmen der Anlageempfehlung und Geeignetheitsprüfung die gesetzgeberische Tendenz zu einer verstärkten Ausrichtung auf Nachhaltigkeitsgesichtspunkte („Sustainable Finance“) auf. Es ist davon auszugehen, dass diese ESMA-Standards auch im Bereich der FinVermV Eingang in die Aufsichtspraxis finden werden.

Bei der Erstellung des Risikoprofils empfiehlt es sich, eine siebenstufige Matrix zu nutzen, die von einer besonders großen Risikoaversität bis hin zu einer extrem hohen Risikobereitschaft des Anlegers reicht und sich strukturell an den Vorgaben iZm der PRIIPs-Verordnung¹³ orientiert. Eine derartige Einstufung erleichtert regelmäßig die Auswahl geeigneter Finanzinstrumente sowie die Begründung der Auswahl im Rahmen der Geeignetheitserklärung.

Gem. § 16 Abs. 1 S. 3 FinVermV-RefE iVm Art. 54 Abs. 11 DVO MiFID II ist ferner bei Umschichtungen eine ausdrückliche Kosten-Nutzen-Analyse erforderlich, die verdeutlichen soll, dass die Vorteile der Umschichtung gegenüber deren Kosten überwiegen.

Soweit der Anlageberater im Rahmen der Geeignetheitsprüfung zu dem Ergebnis kommt, dass er keine Finanzinstrumente empfehlen kann, hat er wie bisher die Anlageberatung abzubrechen und den Anleger darüber zu informieren. Eine Investition durch den Anleger ist in diesem Fall nicht mehr im Rahmen der Anlageberatung möglich, sondern nur noch als anschließende – separate – Anlagevermittlung denkbar.

Kommt die Geeignetheitsprüfung hingegen zu dem Ergebnis, dass dem Kunden eine Investition, ein Verkauf oder aber auch ein Halten empfohlen werden kann, hat der Anlageberater dem Kunden eine entsprechende Geeignetheitserklärung vor Vertragsschluss auf einem dauerhaften Datenträger zur Verfügung zu stellen, § 18 Abs. 1 FinVermV-RefE. Damit ist aufsichtsrechtlich künftig statt eines Beratungsprotokolls eine Geeignetheitserklärung erforderlich.

7 So ausdrücklich BaFin, BaFin Journal 7/2018, S. 28.

8 Vgl. ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, ESMA35-43-349, S. 78 f.

9 Vgl. § 7b Abs. 2 S. 2 VVG.

10 Vgl. hierzu die Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, ESMA35-43-1163, v. 6.11.2018, Ziff. 36, 37.

11 Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde/European Securities and Markets Authority.

12 Vgl. hierzu die Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, ESMA35-43-1163, v. 6.11.2018, Ziff. 28.

13 Vgl. Art. 3 Abs. 2 lit. a) der Delegierten Verordnung (EU) 2017/653 zur Ergänzung der Verordnung EU Nr. 1286/2014 (DelVo zur PRIIPs-VO).

2. Geeignetheitserklärung

Der mit der MiFID II eingeführte Wechsel von einem Beratungsprotokoll hin zu einer Geeignetheitserklärung beruht auf dem Gedanken, dass es weniger auf die Protokollierung des Gesprächs ankommt, als vielmehr darauf, dass (wie es die BaFin ausdrückt) „mit der Geeignetheitserklärung und der darin enthaltenen individuellen Empfehlungsbegründung [...] der Kunde die Empfehlungskompetenz seines Anlageberaters also quasi mit nach Hause“¹⁴ nimmt.

Bei der Geeignetheitserklärung handelt es sich damit keineswegs um ein lediglich verkürztes Beratungsprotokoll, sondern vielmehr um eine eigenständige Darstellung und Aufarbeitung des Beratungsergebnisses, die dem Kunden vor Augen führt, wie der Berater seine Empfehlung auf die konkreten Präferenzen, Anlageziele und Wünsche des Kunden abgestimmt hat, die zuvor im Rahmen der Geeignetheitsprüfung ermittelt wurden.

Im Ergebnis erlangt der Kunde damit eine materiell fundierte Begründung der konkreten Beratungsempfehlung,¹⁵ die sowohl strukturell wie auch inhaltlich weit über die an formalen Kriterien ausgerichtete Beschreibung des Beratungsprozesses hinausgeht.¹⁶

Anders als im Rahmen des Beratungsprotokolls kommt es für die Geeignetheitserklärung nicht darauf an, den Anlass, die Dauer, die zugrundeliegenden Informationen über die Situation des Kunden, beratungsgegenständliche Finanzanlagen sowie geäußerte wesentliche Kundenanliegen zu protokollieren.¹⁷ Vielmehr soll dem Kunden noch einmal nachvollziehbar und deutlich erläutert werden, auf welche Erwägungen gestützt die Empfehlung als Ergebnis der Geeignetheitsprüfung erfolgt ist; die Geeignetheitsprüfung und die Geeignetheitserklärung müssen insofern kongruent sein.¹⁸

Auch wenn künftig Freifelder nicht (mehr) ausdrücklich erforderlich sind, muss die Geeignetheitserklärung selbst dennoch individualisiert und auf die konkrete Situation des beratenen Kunden zugeschnitten sein. Konkrete Formvorgaben – abgesehen davon, dass sie auf einem dauerhaften Datenträger erfolgen muss und Datum und Uhrzeit der Anlageberatung anzugeben sind¹⁹ – bestehen nicht. Art. 54 Abs. 12 der DVO MiFID II, auf den § 18 Abs. 1 S. 3 FinVermV-RefE ausdrücklich verweist, verlangt dazu eine Darstellung, inwieweit die Empfehlung den Zielen und persönlichen Umständen des Kunden hinsichtlich der erforderlichen Anlagedauer, der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden sowie seiner Risikobereitschaft und Verlusttragfähigkeit gerecht wird. Die Geeignetheitserklärung fasst das in der Geeignetheitsprüfung erworbene Ergebnis zusammen, muss auf alle für die Geeignetheitsprüfung nach § 16 Abs. 1 FinVermV-RefE iVm Art. 54, 55 DVO MiFID II einzuholenden Informationen eingehen sowie

Angaben machen, ob und in welchem Maße die empfohlenen Finanzinstrumente eine regelmäßige Überprüfung ihrer Bestimmungen erfordert.

Vor dem Hintergrund, dass die Geeignetheitserklärung dem Anleger „quasi“ ermöglichen soll, die Anlageberatung „mit nach Hause zu nehmen“, müssen die Angaben und Erklärungen hinreichend dezidiert, klar und aus sich heraus für den Kunden verständlich sein. So muss die Geeignetheitserklärung in jedem Fall über die bloße Feststellung der Geeignetheit hinausgehen und durch eine Bezugnahme zu den individuellen Kundenangaben die Empfehlung erläutern.²⁰

Der Begriff der Empfehlung ist dabei weit zu verstehen und umfasst nicht nur die Empfehlung zu einem neuen Kauf oder einer Umschichtung, sondern auch die Empfehlung zu einem Verkauf oder zu einem Halten.

Der Anleger muss die Geeignetheitserklärung gem. § 18 Abs. 1 S. 1 FinVermV-RefE grundsätzlich vor der Abgabe seiner Order erhalten. Eine Ausnahme von diesem Grundsatz besteht jedoch für die Fälle, in denen die Anlageberatung über ein Fernkommunikationsmittel erfolgt und der Anleger einer Übermittlung der Geeignetheitserklärung unmittelbar nach Vertragsschluss zugestimmt hat, § 18 Abs. 2 FinVermV-RefE.

In den Fällen hingegen, in denen es (wie bei einer Halteempfehlung) nicht zu Vertragsschlüssen kommen soll, ist dem Kunden laut BaFin die Geeignetheitserklärung spätestens binnen fünf Werktagen zur Verfügung zu stellen.²¹

Dazu reicht gem. § 18 Abs. 1 S. 1 FinVermV-RefE auch eine Übermittlung auf einem dauerhaften Datenträger aus und damit sogar eine Zurverfügungstellung auf einer Webseite des Anlageberaters in einem gesicherten Bereich.²² Gleichwohl erscheint bereits aus Beweisgründen eine dokumentierte und nachhaltbare Übermittlung an den Anleger ratsam.

Auch wenn damit im Ergebnis die Übermittlung eines Anlageberatungsprotokolls in aufsichtsrechtlicher Hinsicht nicht mehr notwendig ist, erscheint die Übermittlung und Gegenzeichnung eines über die Geeignetheitserklärung hinausgehenden Gesprächsprotokolls durch den Anleger unseres Erachtens weiterhin sinnvoll und geeignet, um alleine aus zivilrechtlichen Haftungserwägungen das gemeinsame Verständnis mit dem Anleger und den Verlauf des gemeinsamen Beratungsgesprächs festzuhalten. Die Geeignetheitserklärung ist dann sinnvollerweise Bestandteil eines solchen Gesprächsprotokolls.

IV. Zuwendungen

Hinsichtlich der Zuwendungen, dh der Provisionen, Gebühren oder sonstigen Geldleistungen und geldwerten Vorteilen, hat es der Ordnungsgeber bei lediglich geringfügigen und klarstellenden Anpassungen belassen. Neu eingeführt ist die Ergänzung, dass sich die Zuwendung nicht nachteilig auf die Qualität der Vermittlung oder Beratung auswirken und dass sie die Verpflichtung, im bestmöglichen Interesse des Anlegers ehrlich, redlich und pro-

14 BaFin, BaFin Journal 9/2018, S. 21.

15 BaFin, BaFin Journal 9/2018, S. 20 f.

16 Vgl. zu den formalen Anforderungen des Beratungsprotokolls nach altem Recht insbesondere KölnerKomm/WpHG/Möllers/Möllers, 2. Aufl. 2014, § 34 Rn. 83 ff.

17 Vgl. zum Umfang nach alter Rechtslage: Assmann/Schneider/Koller, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 34 Rn. 10 ff.; sowie BT 6 der MaComp idFv 7.6.2010.

18 BaFin, FAQ zu MiFID II-Wohlverhaltensregeln nach §§ 63 ff. WpHG, Gz. WA 31-Wp 2002-2018, zuletzt geändert am 27.9.2018.

19 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, ESMA35-43-349, 3.10.2018, S. 30 f.

20 Vgl. auch BaFin, BaFin Journal 9/2018, S. 21.

21 Vgl. dazu auch BaFin, MaComp, BT 6, Ziff. 3.

22 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, ESMA35-43-349, 3.10.2018, S. 31.

professionell zu handeln, nicht beeinträchtigen darf (§ 17 Abs. 1 FinVermV-RefE a. E.). Eine darüber hinausgehende ausdrückliche Pflicht, dass die Zuwendungen umfassend zur *Verbesserung* der Qualität der Dienstleistung gegenüber den Anlegern eingesetzt werden müssen, sieht der Referentenentwurf hingegen nicht vor. Damit sind gerade die strengen Anforderungen der MiFID II an eine Qualitätsverbesserung der Zuwendungen als Voraussetzung für eine Vereinnahmung nach aktuellem Entwurfsstand nicht vorgesehen.²³ Ob der neu aufgenommene Bezug zur Qualität der Dienstleistung zukünftig als Pflicht zur Qualitätsverbesserung ausgelegt werden wird, bleibt an dieser Stelle allerdings noch abzuwarten. Unabhängig von dieser Frage bleibt die Pflicht der Honorar-Finanzanlagenberater zur Auskehr der erhaltenen Zuwendungen hingegen selbstredend unberührt.

Im Ergebnis verbleibt es gem. § 17 FinVermV-RefE aber jedenfalls bei der Möglichkeit der Gewerbetreibenden, Zuwendungen zu vereinnahmen, solange sie diese umfassend und zutreffend offenlegen und sie der ordnungsgemäßen Vermittlung oder Beratung nicht entgegenstehen. Es bleibt damit bei den den MiFID II-Vorgaben entsprechenden Transparenzanforderungen gegenüber den Kunden; die strengen internen Organisationsvorgaben (Qualitätsverbesserung) werden nach derzeitigem Verständnis hingegen nicht auf die der FinVermV unterliegenden Marktteilnehmer übertragen.

V. Product Governance

Die Regelungen zum Bereich Product Governance stellen ein Kernelement der MiFID II-Regelungen dar. Sie betreffen den gesamten Produktzyklus eines „konzipierten“ (dh neu geschaffenen, entwickelten, begeben oder gestalteten)²⁴ Finanzinstruments von der Produktstrukturierung (Produktfreigabeverfahren), über dessen Vertrieb bis hin zu fortlaufenden Beobachtungspflichten.

Das Thema Product Governance ist nun in § 16 Abs. 3 a FinVermV-RefE normiert. Im Vergleich zu den durch WpHG-regulierte Wertpapierdienstleistungsunternehmen einzuhaltenden Vorgaben sind die Anforderungen deutlich niedriger.

So dürfen die Gewerbetreibenden eine Finanzanlage nur an den nach § 80 Abs. 9 WpHG bestimmten Kundenkreis innerhalb der für die jeweilige Finanzanlage bestimmten Kundengattung (Zielmarkt) vertreiben. Dazu sind seitens des Gewerbetreibenden *alle zumutbaren Schritte* zu unternehmen, um sich die erforderlichen Informationen einschließlich der Bestimmung des Zielmarktes von dem die Finanzanlage konzipierenden Unternehmen bzw. Emittenten zu verschaffen und die Merkmale sowie den Zielmarkt der Finanzanlage zu verstehen („*Know your Product*“). So dann hat der Gewerbetreibende die Vereinbarkeit einer jeden Finanzanlage mit den Bedürfnissen des jeweiligen Anlegers unter Berücksichtigung des Zielmarktes zu beurteilen, um sicherzustellen, dass er die Finanzanlage nur empfiehlt oder vermittelt, wenn dies im Interesse des Anlegers ist.

Bestandteil dieses Verfahrens ist aber weder die Implementierung eines Produktfreigabeverfahrens noch die Fest-

legung eines eigenen Zielmarktes, sondern „lediglich“ die Vornahme eines Zielmarktgleichs im Einzelfall, unabhängig davon, ob im Rahmen einer Anlageberatung oder einer Anlagevermittlung ein Finanzinstrument vertrieben wird.

Was zunächst einfach(er) klingt, birgt auf den zweiten Blick jedoch nicht zu unterschätzende Herausforderungen.

Nach § 16 Abs. 3 a FinVermV-RefE muss sich der Gewerbetreibende zunächst die Zielmarktbestimmung des das Finanzinstrument konzipierenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens oder des Emittenten verschaffen. Hier stellt sich die Frage, wie mit dem Umstand umzugehen ist, dass die in diesem Kontext relevanten Unternehmen idR selbst nicht zur Aufstellung eines Zielmarktes verpflichtet sind. Dies betrifft insbesondere Kapitalverwaltungsgesellschaften und regelmäßig auch Emittenten von Vermögensanlagen, die zumeist nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen qualifizieren. In diesen Fällen ist jeder Gewerbetreibende darauf angewiesen, bzw. sollte auf eine entsprechende Regelung innerhalb der jeweiligen Vertriebsverträge hinwirken, dass er eine (freiwillige) Zielmarktbestimmung erhält. Wie damit umzugehen ist, falls eine Zielmarktbestimmung nach § 80 Abs. 9 WpHG nicht zu erlangen ist, dazu schweigen sich Verordnungsentwurf und -begründung aus.

Eine noch größere Herausforderung, die auch mit einem entsprechenden dokumentarischen Aufwand – und damit perspektivisch auch einem zivilrechtlichen Haftungsrisiko – verbunden ist, dürfte allerdings in dem Abgleich der Zielmarktbestimmung im Einzelfall liegen. Hier wird – quasi durch die Hintertür – auch für Gewerbetreibende das Erfordernis implementiert, eine Kundenklassifizierung nach dem WpHG vorzunehmen. Dies dürfte im Bereich der Vermögensanlagen vollkommen neues Terrain darstellen; im Bereich der Investmentvermögen ist eine sorgfältige Abgrenzung zur Kundenklassifizierung nach dem Kapitalanlagegesetzbuch erforderlich. Zu berücksichtigen ist daneben, dass der Zielmarktgleich nicht identisch mit der Geeignetheitsprüfung, sondern dieser vielmehr in zeitlicher Hinsicht vorgelagert ist.²⁵

Die einzelnen Merkmale des Zielmarktes, die bei Aufstellung durch den sog. Konzepteur und Überprüfung durch den Gewerbetreibenden zu berücksichtigen sind, ergeben sich weder aus der gesetzlichen Regelung des WpHG noch aus dem FinVermV-RefE. Hier ist vielmehr durch die beteiligten Akteure, wie bereits in der Vergangenheit in anderem Kontext, auf die Verwaltungspraxis der Aufsichtsbehörden, und hier insbesondere der BaFin und der ESMA, zu rekurrieren.

Zur inhaltlichen Konkretisierung des Zielmarktes nimmt insbesondere die ESMA ausführlich Stellung.²⁶ Sie hat in ihren Guidelines fünf (Basis-) Kriterien aufgestellt und erläutert, wie diese inhaltlich auszufüllen sind, sodass im Rahmen einer abschließenden Gesamtschau der Zielmarkt eines Finanzinstruments definiert ist. Diese Kriterien müssen durch Finanzanlagenvermittler und Honorar-Finanzanlagenberater verstanden und angewendet werden, um im Einzelfall einen adäquaten Zielmarktgleich durchführen zu können.

23 Vgl. insofern die deutlich strengeren Vorgaben in § 70 WpHG sowie in § 6 Abs. 2 WpDVerOV.

24 Vgl. § 11 Abs. 1 WpDVerOV.

25 Vgl. ESMA Guidelines on MiFID II product governance requirements, ESMA35-43-620, v. 5.2.2018, Ziff. 33; MaComp, BT 5.3.2.

26 ESMA, Guidelines on MiFID II product governance requirements, ESMA35-43-620, v. 5.2.2018, Ziff. 18.

So stellt die ESMA regelmäßig auf die fünf Kriterien (i.) der Kundenkategorisierung nach MiFID II (Kleinanleger/Privatkunden, professionelle Kunden und geeignete Gegenpartei), (ii.) der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden, (iii.) der Verlusttragungsfähigkeit, (iv.) des Risikoprofils (angelehnt an den aus der PRIIPs-VO bekannten Risikoindikator) und (v.) den Zielen und Bedürfnissen des Kunden ab.

Für die praktische Anwendung der Product Governance Vorgaben ist es daher von grundlegender Bedeutung, dass die Gewerbetreibenden ein materielles Verständnis dessen gewinnen, was im Rahmen des Zielmarktgleichs abzu prüfen bzw. kundenseitig zu erfragen ist. Ein Vertrieb außerhalb des positiven Zielmarktes ist nach § 16 Abs. 3 a FinVermV-RefE nicht gestattet und dürfte insoweit nicht nur in aufsichtsrechtlicher Hinsicht problematisch, sondern auch im Hinblick auf zivilrechtliche Haftungsrisiken nicht zu unterschätzen sein.

Inwieweit sich die Aufsichtsbehörden auch an dieser Stelle an der aktuellen BaFin-/ESMA-Praxis orientieren werden und unter dem Aspekt des Anlegerschutzes einen Vertrieb auch außerhalb des (positiven) Zielmarktes zulassen, insbesondere soweit im Rahmen einer Beratung mit Portfolio bezug der Erwerb eines Finanzinstruments außerhalb des Zielmarktes u.a. aus Diversifikationsgründen erforderlich erscheint, bleibt indes noch abzuwarten.²⁷

In der künftigen Aufsichtspraxis wird daneben 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.

VI. Aufzeichnungspflichten / Taping

Künftig sollen auch die Gewerbetreibenden den Anforderungen an eine Aufzeichnung der telefonischen Vermittlungs- und Beratungsgespräche sowie der elektronischen Kommunikation unterliegen (sog. Taping; § 18 a FinVermV-RefE). Da § 18 a FinVermV-RefE dazu ausdrücklich auf die Vorgaben des Art. 76 DVO MiFID II verweist, werden die Gewerbetreibenden künftig grundsätzlich denselben Aufzeichnungspflichten wie die WpHG-regulierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen unterliegen.

Demnach müssen sämtliche Telefongespräche und elektronische Kommunikation, die sich auf die Anlageberatung oder -vermittlung beziehen (inklusive interner Kommunikation), aufgezeichnet und für fünf Jahre aufbewahrt werden. Der Begriff der elektronischen Kommunikation ist dabei weit zu verstehen und umfasst sämtliche modernen elektronischen Medien wie E-Mails, Chats oder Videokommunikation.

Gerade in Anbetracht einer bisher nicht vorgesehenen Umsetzungsfrist kommen auf die Gewerbetreibenden damit kurzfristig erhebliche organisatorische Verpflichtungen und Investitionen in die technische Infrastruktur zu, die einen nicht zu unterschätzenden Kostenfaktor darstellen und erheblichen Aufwand mit sich bringen.

Reine Vorbereitungen wie zB Terminabsprachen sind nicht aufzuzeichnen.²⁸ Insofern greift auch hier die von der BaFin grundsätzlich anerkannte Möglichkeit von Start- bzw. Stopp-Funktionen bei der Aufzeichnung; die Nutzung einer Pause-Taste ist hingegen nicht zulässig.²⁹ Gleichwohl ist zu beachten, dass ein zu später Aufzeichnungsbeginn oder auch ein zu frühes Aufzeichnungsende im Zweifel zu Lasten der Gewerbetreibenden gehen wird.

Intern hat der Gewerbetreibende über technische und organisatorische Maßnahmen sicherzustellen, dass alle angemessenen Maßnahmen ergriffen werden, um die Aufzeichnungspflicht zu erfüllen, § 18 a Abs. 2 S. 1 FinVermV-RefE. Diese Maßnahmen umfassen u. a. die Umsetzung schriftlicher Aufzeichnungsgrundsätze, das Führen von Verzeichnissen zugelassener Firmen- und Privatgeräte sowie Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen.

Ferner sind im Voraus alle Kunden und Mitarbeiter über die Aufzeichnungen zu informieren. Soweit ein Kunde nicht informiert wurde oder der Aufzeichnung widerspricht, darf gem. § 18 a Abs. 3 FinVermV-RefE mittels elektronischer Kommunikation keine Anlageberatung oder -vermittlung erfolgen.

Im Rahmen der fünfjährigen Aufbewahrungsfrist gem. § 23 FinVermV-RefE sind die Aufzeichnungen technisch gegen nachträgliche Verfälschungen sowie unbefugte Verwendung zu sichern, wozu auch eine Nutzung zur Überwachung der Beschäftigten zählt, § 18 a Abs. 5 FinVermV-RefE. Bis zum Ende dieser Frist, können Anleger eine Zurverfügungstellung der Aufzeichnungen verlangen; nach Ablauf der Frist sind die Aufzeichnungen dokumentiert zu löschen bzw. zu vernichten.

VII. Umsetzungsfrist

Der Referentenentwurf sieht zumindest bislang keine Übergangs- bzw. Umsetzungsfristen vor. Artikel 2 des Entwurfs besagt vielmehr, dass die geänderte Verordnung am Tag nach der Verkündung in Kraft tritt. In Anbetracht der Tatsache, dass die Regelungsinhalte des Verordnungsentwurfs nach Vorgabe der MiFID II bereits zum 3.1.2018 im geltenden (nationalen) Recht hätten umgesetzt werden müssen, könnte zumindest der Eindruck entstehen, als wollte man dieses grundlegende Regelwerk nun in aller Kürze durchsetzen. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund einiger Regelungsinhalte, deren Umsetzung mit zeit- und kostenintensivem Aufwand verbunden ist und deren Übertragung auf Finanzanlagenvermittler zumindest fraglich war, mehr als diskutabel.

C. Abschließende Bemerkungen

Licht und Schatten sind in dem vorliegenden Referentenentwurf zur FinVermV wohl gleichermaßen stark aus-

27 Vgl. MaComp, BT 5.3.6 Ziff. 3; ESMA, Guidelines on MiFID II product governance requirements, ESMA35-43-620, v. 5.2.2018, Ziff. 52.

28 Vgl. auch FinVermV-RefE, Begr. zu § 18 a FinVermV.

29 BaFin, FAQ zu MiFID II-Wohlverhaltensregeln nach §§ 63 ff. WpHG, Gz. WA 31-Wp 2002-2018, zuletzt geändert am 27.9.2018.

geprägt. Für die Praxis wird insbesondere der Umgang mit den umfangreichen Verweisen auf die DVO MiFID II und damit eine Angleichung an die Pflichten der WpHG-regulierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Herausforderung darstellen. Der Aufbau der DVO MiFID II ist nicht nur rechtstechnisch komplex. Auch in materiell-rechtlicher Hinsicht finden sich dort Vorgaben, die schlicht mit dem – jedenfalls aktuell noch geltenden – Bild des Gewerbetreibenden mit Erlaubnis nach § 34 f GewO oder § 34 h GewO nicht ohne weiteres in Einklang zu bringen sind.

Nun bleibt es abzuwarten, inwieweit der Verordnungsgeber die aus der Praxis bzw. den Verbänden geäußerten Anmerkungen aufgreift. Die eine oder andere Diskussion würde – insbesondere vor dem Hintergrund, dass es sich bei den Funktionen des Finanzanlagenvermittlers und des Honorar-Finanzanlagenberaters nach der gesetzgeberischen Intention bewusst nicht um WpHG-regulierte Marktteilnehmer handelt – sicherlich gut tun. Gleichwohl sollten die Marktteilnehmer sich sobald wie möglich intensiv mit den Regelungen des Referentenentwurfs auseinandersetzen, da jedenfalls grundlegende Änderungen wohl nicht mehr zu erwarten sind.

KONTAKT:

Philippe Lorenz
Rechtsanwalt
GSK STOCKMANN
Rechtsanwälte Steuerberater -
Partnerschaftsgesellschaft mbB
Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
Tel: 089/2881 74-662
Fax: 089/2881 74-44
E-Mail: philippe.lorenz@gsk.de

Lisa Watermann
Rechtsanwältin
GSK STOCKMANN
Rechtsanwälte Steuerberater -
Partnerschaftsgesellschaft mbB
Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
Tel: 089/2881 74-662
Fax: 089/2881 74-44
E-Mail: lisa.watermann@gsk.de

*Die PDF Version wurde freundlicherweise vom C.H.Beck Verlag zu Verfügung gestellt.
Weitere Informationen zu der Corporate Compliance Zeitschrift (CCZ) finden Sie bei [beck-online](#).*