

Stellungnahme

des Bankenverbandes zur
Konsultation des Bundesministeriums der Finanzen
zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im
Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II)
und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

15. März 2019

■■■■■■■■■■
Abteilungsleiter
Telefon: +49 30 1663-3350
Telefax: +49 30 1663-3399
■■■■■■■■■■

Zeichen: . FM.65
Bearbeiter: ■■■

Review des Regelungsbereichs der MiFID II für Produktüberwachungspflichten von Konzepturen qua Beratung

Einleitung:

Anfang 2018 sind mit der MiFID II zahlreiche neue gesetzliche Vorgaben für das Wertpapiergeschäft in Kraft getreten. Dazu gehören unter anderem Pflichten zur Produktüberwachung, die auch dem Ziel des Anlegerschutzes dienen.

Der Bankenverband äußert sich im Rahmen der Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft (DK) auch zu dem Themenkomplex der Produktüberwachungsvorschriften. Die Ausführungen in dieser separaten Stellungnahme stehen nicht im Widerspruch zu den Anmerkungen in der Stellungnahme der DK, gehen jedoch in spezifischen Punkten darüber hinaus. Nachfolgend werden diese Punkte konkret erläutert.

Gesetzliche Anforderungen:

Produktüberwachungspflichten gelten mit der Umsetzung der MiFID II unter anderem auch für Wertpapierfirmen, die Finanzinstrumente konzipieren (Konzepture). Gemäß Erwägungsgrund 15 MiFID II DeIRL (EU) 2017/593 sind Wertpapierfirmen, die Finanzinstrumente schaffen, entwickeln, begeben und/oder gestalten sowie bei der Begebung **beraten**, als Konzepture im Sinne des Art. 16 Abs. 3 MiFID II zu betrachten. Banken, die die Anleihe- oder Aktienemission eines Unternehmens als Konsortialbanken begleiten, können damit Konzepture im vorgenannten Sinne sein und den Produktüberwachungspflichten der MiFID II unterfallen. Die regulatorischen Anforderungen aus Art. 16 Abs. 3 MiFID II und Art. 9 Abs. 14 DeIRL (EU) 2017/593 sehen eine regelmäßige Überprüfung des Zielmarkts für das jeweilige Finanzinstrument vor. Eine Umsetzung dieser regulatorischen Anforderungen in nationales Recht erfolgte in § 80 Abs. 10 WpHG und in § 11 Abs. 13 und 14 WpDVerOV. Zusätzlich finden sich weitere Auslegungshinweise der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) in deren Leitlinien zu den Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II (ESMA 35-43-620).

Problem:

Aus den zuvor genannten Regelungen bzw. der veröffentlichten Leitlinien der ESMA lässt sich nicht zweifelsfrei herleiten, wie weit sich die Produktüberwachungspflichten für Konzepture aufgrund Beratung erstrecken und auf welche Vorgänge bzw. Tätigkeiten sich der Begriff „Vertrieb“ („distribution“) bezieht. Dies ist insbesondere für die Fälle von Bedeutung, in denen die Finanzinstrumente vor dem 3. Januar 2018 begeben wurden und der „Vertrieb“ noch fort dauert. Für diese Produkte solle nach den Anforderungen der ESMA im Rahmen des nächsten Produktüberwachungszyklus ein Zielmarkt bestimmt werden, obwohl die Beratung des Emittenten aus dem Unternehmenssektor durch die emissionsbegleitende Bank längst beendet

wurde. Der Verweis auf den „Vertrieb“ führt in diesem Zusammenhang zu Abgrenzungsproblemen. In der Praxis dürfte insbesondere im Rahmen von Emissionskonsortien eine nachträgliche Einigung über den Zielmarkt nur schwer herbeizuführen sein. Dies gilt umso mehr, je länger die Begebung des Finanzinstruments in der Vergangenheit liegt.

Lösungsvorschläge:

Im Rahmen der Überprüfung des MiFID II-Regelwerkes sollten die Anforderungen der Produktüberwachungspflichten für die Konzepturseigenschaft aufgrund Beratung konkret differenziert und formuliert werden. Sie sind in teleologischer Auslegung der Regelungen in Art. 16 Abs. 3 UAbs. 4 MiFID II grundsätzlich in ihrer Anwendbarkeit nur auf Vertriebsunternehmen oder aber jedoch nur auf den Zeitraum des Beratungsverhältnisses zwischen Emittenten aus dem Unternehmenssektor und der beratenden Bank zu reduzieren.

Emissionsbegleitende Banken werden aufgrund Erwägungsgrund 15 DeIRL (EU) 2017/593 in den Anwendungsbereich der Produktüberwachungspflichten einbezogen, wenn sie einen Emittenten aus dem Unternehmenssektor beraten. Die DeIRL (EU) 2017/593 stellt als konstituierendes Merkmal auf die **Beratung** ab. Damit ist die Qualifizierung als Konzepteur unmittelbar mit der Beratung verbunden. Folglich muss diese Qualifizierung in dem Moment enden, in dem die Beratung endet. Mit dem Vertrieb, d.h. dem erstmaligen Verkauf der Finanzinstrumente ist die Beratung durch die emissionsbegleitende Bank abgeschlossen. Eine weitere Beratung findet nicht statt. Insofern endet auch aufgrund der engen Verknüpfung zur Beratungsleistung die Einstufung der emissionsbegleitenden Bank als „Konzepteur“. Aktivitäten auf dem Sekundärmarkt können, sofern es einen solchen für das entsprechende Finanzinstrument geben sollte, keine Produktüberwachungspflichten mehr bei der emissionsbegleitenden Bank auslösen.

Vertrieb in diesem Zusammenhang meint nur den erstmaligen Vertrieb (im Sinne einer Markteinführung) an einen Investor. Der Weiterverkauf eines Investors an einen anderen Investor fällt nicht unter den Begriff „distribution“, da der Vertrieb im Sinne der Produktüberwachungspflichten mit dem erstmaligen Erwerb des Finanzinstruments durch einen Investor abgeschlossen ist. Es gilt zwischen Primärmarkt- und Sekundärmarkt strikt zu trennen. Dies entspricht auch der Vorstellung des europäischen Gesetzgebers, der in Art. 16 Abs. 3 UAbs. 4 MiFID II die Produktüberwachungspflichten nicht an der Konzeption, sondern an dem (laufenden) Vertrieb anknüpft und diese Pflicht dem Vertriebsunternehmen zuordnet. Dies wird durch die englische Sprachfassung deutlich, die hier die Gegenwartsform verwendet:

*“An investment firm shall also regularly review financial instruments **it offers or markets**, taking into account any event that could materially affect the potential risk to the identified target market, to assess at least whether the financial instrument remains consistent with the needs of the identified target market and whether the intended distribution strategy remains appropriate.” (red. Hervorhebung)*

Die in Art. 9 Abs. 14 MiFID II DeIRL (EU) 2017/593 formulierte Pflicht des Konzepteurs geht daher über den Regelungsgehalt in Level I hinaus und steht damit in Widerspruch zu höherrangigem Recht. Die Regelung ist mithin Level I-konform zu reduzieren, indem man sie entweder nur auf Vertriebsunternehmen bezieht oder aber zumindest auf einen durch den Konzepteur selbst durchgeführten oder ihm zumindest noch zuzurechnenden (Primärmarkt-)Vertrieb beschränkt. Diese Auffassung kommt auch in Erwägungsgrund 15 DeIRL (EU) 2017/593 zum Ausdruck, der im Zusammenhang mit der Herstellung von Finanzinstrumenten von „*schaffen, entwickeln, begeben und/oder gestalten, [...] bei der Auflage neuer Finanzinstrumente beraten*“ spricht und diese Handlungen dem Konzepteur zuweist. Dahingegen werden die Handlungen „*anbieten oder verkaufen*“ eindeutig dem Vertrieb zugeordnet.

Die Produktüberwachungsanforderungen zum Verkauf auf Primär- und Sekundärmärkten in Art. 10 Abs. 2 UAbs. 3 bzw. Erwägungsgrund 18 DeIRL (EU) 2017/593 richten sich nur an den Vertrieb. Eine dauerhafte Produktüberwachungspflicht des Konzepteurs lässt sich auch nicht aus Art. 24 Abs. 2 MiFID II ableiten.

Die Reichweite der Produktüberwachungsvorschriften für Konzepture und der Detaillierungsgrad bei der Bestimmung des Zielmarktes stellen insbesondere bei nicht-komplexen Produkten („plain vanilla“) ein Problem bei der praktischen Umsetzung der MiFID II-Vorgaben dar. Die ESMA verwendet für nicht-komplexe Produkte die Bezeichnung „plain vanilla“, schafft aber keine Klarheit für die Angemessenheit des Umfangs der Produktüberwachungspflichten für solche Finanzinstrumente. Die Anforderungen zur Produktüberwachung gehen mindestens bei nicht-komplexen Produkten über den Proportionalitätsgrundsatz und das verfolgte Ziel des Anlegerschutzes hinaus.

Dauerhafte Beobachtungspflichten des Konzepteurs sind (insbesondere bei nicht-komplexen Finanzinstrumenten wie Unternehmensanleihen und Aktien) unverhältnismäßig, da sich etwaige Veränderungen des Risiko- oder Renditeprofils dieser Finanzinstrumente – neben der Entwicklung des Marktumfelds – vor allem aus der wirtschaftlichen Entwicklung des Emittenten ergeben. Keiner der beiden Gesichtspunkte ist der Sphäre des Konzepteurs zuzuordnen. Dies gilt umso mehr, wenn dessen Rolle im Rahmen der Beratungsdienstleistung abgeschlossen ist. Für die Entwicklung des Emittenten bestehen nach der Marktmissbrauchsverordnung¹ und der Transparenzrichtlinie² detaillierte Berichtspflichten der Emittenten, die das Schutzbedürfnis der Investoren abdecken.

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG.

² Richtlinie 2004/109/EG in der Fassung der Richtlinie 2013/50/EU zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG.