

Stellungnahme des vzbv zur Umsetzung der Richtlinie über die Märkte für Finanzdienstleistungen (MiFiD) – Stand: 17.09.2004

In unserer Stellungnahme zum CESR Konsultationspapier beziehen wir uns auf folgende Themenbereiche:

1. Conflicts of Interest (Art. 13 (3) und (18))
2. Marketing Communication (Art. 19 (2))
3. Information to the Client (Art. 19 (3))
4. Client Agreement (Art. 19 (7))

1. Interessenkonflikte

Für die Funktionsfähigkeit eines Finanzplatzes ist das Vertrauen der Anleger in die Sorgfalt, Neutralität und Integrität derjenigen, die für die Organisation und Abwicklung des Wertpapierhandels, für die Anlageberatung und für die Wertpapieranalysen verantwortlich sind, von grundlegender Bedeutung. In der Vergangenheit hat sich jedoch gezeigt, dass hier Defizite bestehen. Vor diesem Hintergrund sollte die MiFiD genutzt werden, Standards, die Interessenkonflikte im Bereich des Investmentbankings und insbesondere des Investmentresearchs unterbinden helfen, zu definieren.

a) zu allgemeinen Interessenkonflikten

Die Einrichtung von Informationsbarrieren (Chinese Walls) ist eine der wichtigsten Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Die Praxis zeigt jedoch, dass Chinese Walls, mit denen Informationsflüsse zwischen Abteilungen, zwischen denen potentiell Interessenkonflikte bestehen, ausgeschlossen werden sollen, kein zuverlässiges Instrument sind. Vielmehr sind Chinese Walls theoretische Informationsbarrieren, die in der Praxis häufig unter mangelnder Funktionstüchtigkeit leiden und unterlaufen werden. Sie können nur dann einen effektiven Schutz vor Interessenkonflikten und missbräuchlicher Nutzung von Informationen bieten, wenn sie akzeptiert und gewollt sind und entsprechend effektive Compliancestrukturen eingerichtet werden.

CESR schlägt in Paragraph 8 (S. 44-45) Maßnahmen zur Vermeidung und Unterbindung von Interessenkonflikten vor und stellt zwei Möglichkeiten zur Diskussion, wie diese Maßnahmen seitens der Wertpapierfirmen integriert werden könnten (**Q.6.2**): Entweder sollen die in Paragraph 8 genannten Maßnahmen lediglich als Beispiele möglicher Vorkehrungen dienen, oder aber sie sollen in vollem Maße implementiert werden müssen, es sei denn, das Wertpapierhaus ist in der Lage, darzulegen, dass es alternative Maßnahmen zur effektiven Vermeidung von Interessenkonflikten aufgebaut hat. Der vzbv spricht sich für die **zweite Alternative** aus, da eine lediglich beispielhafte und damit wenig verbindliche Aufzählung der Maßnahmen unzureichend ist. Die hier wichtigste Maßnahme ist zwar der Aufbau von Informationsbarrieren (Paragraph 8 (a)). Da Informationsbarrieren alleine aber keinen zuverlässigen Schutz bieten, sind die in Paragraph 8 (b) bis (f) definierten Anforderungen notwendige unterstützende Maßnahmen. Jede Maßnahme für sich alleine betrachtet, kann jedoch keine Vermeidung von Interessenkonflikten garantieren, so dass zur Vermeidung von Interessenkonflikten alle in Paragraph 8 aufgezeigte Maßnahmen vollständig seitens der Wertpapierdienstleistungshäuser zu berücksichtigen sind.

Von einer vollständigen Umsetzung der Maßnahmen des Paragraphen 8 sollte nur dann abgewichen werden können, wenn die individuellen Strukturen und Gegebenheiten der Wertpapierfirma nachgewiesenermaßen eine Implementierung nicht möglich machen bzw. wenn offenkundig und tatsächlich keine Interessenkonflikte bestehen. Hierzu sollte die Wertpapierfirma obligatorisch, d.h. nicht nur auf Anfrage der Aufsicht, den Nachweis erbringen müssen.

In **Q. 6.1.** erkundigt sich CESR nach der Vollständigkeit der Maßnahmen in Paragraph 8, und ob weitere Maßnahmen ergänzt werden sollten. Aus Sicht des vzbv sollten hier ebenfalls die Überwachungsinstrumente Beobachtungsliste und Sperrliste aufgenommen werden, die jedoch nur fakultativ umzusetzen sind. Darüber hinaus erscheint es aus Sicht des vzbv unerlässlich eine Pflicht zur Dokumentation zu statuieren. Nur wenn mögliche Interessenkonflikte und die zur Gegensteuerung ergriffenen Maßnahmen frühzeitig schriftlich festgehalten werden, ist Transparenz sowohl gegenüber der Aufsichtsbehörde als auch für Kunden gewährleistet.

b) zu Interessenkonflikten im Bereich des Investment-Research

In **Q. 6.3.** des CESR-Papiers geht es darum, zwischen welchen Abteilungen innerhalb eines Wertpapierhauses Informationsbarrieren zum Investment-Research aufgebaut werden sollten. Zur Diskussion steht, ob diese grundsätzlich zwischen der Analyseabteilung und allen anderen Abteilungen aufzubauen sind, oder ob es als ausreichend angesehen werden kann, lediglich Informationsbarrieren zwischen den Analysten und der gemeinsamen Finanzabteilung aufzubauen.

Sobald Investment-Research im Kontext des Investmentbankings stattfindet, resultiert hieraus die Gefahr von Interessenkonflikten, was die Objektivität des Research potentiell einschränkt. Um eine möglichst hohe Zuverlässigkeit der Aussagekraft der Analyseergebnisse sicherzustellen, ist es unerlässlich, effektive Informationsbarrieren zwischen allen Abteilungen aufzubauen, zwischen denen Interessenkonflikte entstehen können. Dazu zählen Proprietary Trading (Eigenhandel der Wertpapierfirma), Portfolio Management und Corporate Finance Business (Firmenfinanzierung), including underwriting and/or selling in an offering of securities (Börsengänge vorbereiten) and advising on merges and acquisitions (Fusionen und Übernahmen). Darüber hinaus sind ebenfalls Informationsbarrieren sowohl zu den kreditausgebenden Abteilungen, wie Debt Capital Markets (Anleihen/Bonds-Vergabe) notwendig, als auch zu sämtlichen anlageberatenden Abteilungen.

Allerdings ist es nicht ausreichend, Informationsbarrieren auf den Kontakt zu diesen Abteilungen zu begrenzen. Bei einer Beschränkung auf die oben genannten Abteilungen besteht die Gefahr, dass Informationen über den Umweg sonstiger Abteilungen in Abteilungen gelangen, für die sie nicht bestimmt sind. Die Begrenzung der Informationsbarrieren lediglich zu den Finanzabteilungen ist damit unzureichend.

Vor diesem Hintergrund sollten Informationsbarrieren zwischen der Researchabteilung und allen anderen Abteilungen aufgebaut werden. Die Informationsbarrieren sollten in beide Richtungen gelten, dass heißt, weder darf die Researchabteilung Informationen aus der Analyse an andere Abteilungen weiterleiten, noch dürfen relevante Informationen oder sonstige Versuche der Einflussnahme aus den anderen Abteilungen an die Researchabteilung herangetragen werden.

In der Diskussion um die Relevanz von Informationsbarrieren und für das Ziel unabhängiger und objektiver Analyseaussagen muss jedoch kritisch nochmals erwähnt werden, dass auch Informationsbarrieren keine umfassende Sicherstellung der Unabhängigkeit der Analysetätigkeiten innerhalb eines Wertpapierhauses bzw. innerhalb einer mit dem Wertpapierhaus verbundenen Firma gewährleisten können. Die Praxis zeigt, dass Informationsbarrieren kein zuverlässiges Instrument darstellen, sondern dass Chinese Walls theoretische Barrieren sind, die in der Praxis häufig unterlaufen werden. Sie können daher nur dann einen effektiven Schutz bieten, wenn sie akzeptiert und gewollt sind und wenn entsprechende effektive Compliance-Strukturen eingerichtet werden.

Deshalb ist prinzipiell abzuwägen, das Investment-Research komplett vom Investmentbanking zu trennen. Damit gemeint ist eine absolute unternehmerische Trennung der Analysetätigkeit vom sonstigen Wertpapier- und Bankengeschäft. Dies bedeutet, dass

eine Herausgabe der Research-Ergebnisse durch das Finanzinstitut an Dritte, d.h. sowohl an institutionelle als auch an private Anleger, ausgeschlossen werden sollte. Der vzbv vertritt die Auffassung, dass eine Unabhängigkeit der Analyseergebnisse zuverlässig nur durch vollständig unabhängige und unparteiische Research-Firmen gewährleistet werden kann.

In **Q.6.4.** wird die Frage gestellt, ob die Einschränkungen aus den Anforderungen des Paragraphen 16 (f) (i) bis (v) entbehrlich sind, wenn die Wertpapierfirma die Anforderungen aus den Paragraphen 17, 18 und 19 (1. Option) erfüllt bzw. wenn sie die Anforderungen des Paragraph 17 (2. Option) erfüllt. Der vzbv stimmt hier der ersten Alternative zu, da es die höchste Priorität im Bereich des Investment-Research sein muss, objektive Analyseergebnisse zu erreichen.

Die unter Paragraph 16 (f) genannten Anforderungen sind wichtige Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur Sicherstellung möglichst hoher Objektivität im Kontext des Investmentresearch. Grundsätzlich besteht keine Veranlassung, von diesen Anforderungen abzuweichen. Nur unter der Voraussetzung, dass tatsächlich nachgewiesenermaßen Umstände vorliegen, die rechtfertigen, dass die Standards von Paragraph 16 (f) nicht implementiert werden können und dass die Gründe hierfür in der Natur und Größe der Wertpapierfirma liegen und dass das Potential von Interessenkonflikten überdies innerhalb des speziellen Geschäfts der Wertpapierfirma unwahrscheinlich ist, sollte es möglich sein, von den Anforderungen des Paragraphen 16 (f) abzuweichen. Stattdessen sind alternative Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten im Zusammenhang des Research zu ergreifen. Zur Vermeidung von Unklarheiten oder Missbrauch sollte jedoch erwogen werden, dass diese alternativen Maßnahmen nicht nur auf Anfrage der Aufsicht seitens des Wertpapierhauses umfassend dargelegt werden müssen, sondern aktiv von der Aufsicht genehmigt werden müssen.

Der in der zweiten Alternative favorisierte Warnhinweis macht zwar auf die eingeschränkte Objektivität der Analyse aufmerksam, lässt damit aber noch lange keine Einschätzung des Nutzers bzw. potentiellen Anlegers zu, welche Aussagekraft das Analyseergebnis bzw. die daraus resultierende Empfehlung hat. Solche Analysen mit stark eingeschränkter Objektivität werden damit für einen weiten Nutzerkreis nutzlos, sind für die Einschätzung eines Wertpapiers unbrauchbar und bergen die Gefahr von Investment-Entscheidungen auf der Grundlage falscher Einschätzungen. Da die Wertpapierfirmen allein durch den Warnhinweis von sonstigen Organisationspflichten entbunden würden, ohne hierfür alternative Vorkehrungen treffen zu müssen, ist die Option, sich lediglich mittels eines Warnhinweises von allen Organisationspflichten befreien zu lassen, aus der Perspektive des Anlegerschutzes unzureichend und unakzeptabel.

2. Marketing Communication (S. 49 ff.)

Im Bereich des Direktmarketing – bei dem eine Kundenberatung aufgrund der Geschäftskonstruktion ausgeschlossen wird – ist hinsichtlich der Risikoauklärung besondere Sorgfalt zu gewähren. Damit unterstützen der vzbv den CESR-Vorschlag, der eine entsprechende Risikoauklärung unmittelbar, d.h. zeitgleich mit dem Werbematerial vorschreibt.

Der anbieterseitige Vorschlag, den Risikohinweis erst mit dem Zeichnungsformular übermitteln zu wollen, ist unzureichend. Der noch weitergehende Ansatz der Banken, auf eine Risikoauklärung völlig verzichten zu wollen, sofern der Kunde zuvor über die Basisinformation aufgeklärt wurde, ist inakzeptabel.

Zum einen bieten die Basisinformationen, wie es bereits aus der Bezeichnung hervorgeht, lediglich eine allgemeine Information und Risikobeschreibung zu den unterschiedlichen Anlageformen. Eine produktsspezifische Risikoauklärung wird hierdurch nicht gegeben. Aus

Sicht des vzbv ist jedoch im Sinne einer anlagegerechten Aufklärung eine produktindividuelle Aufklärung notwendig.

Darüber hinaus ist bei jeder Anlageentscheidung der Zeitpunkt der Information bzw. der Risikoaufklärung ausschlaggebend. Die Entscheidung für oder gegen eine Anlage findet beim Direktmarketing vielfach auf Grundlage der erhaltenen Werbeinformation statt. Würde die Risikoaufklärung erst mit dem Zeichnungsformular erfüllt, so würde die Risikoaufklärung erst nach der Anlageentscheidung erfolgen, so dass das spezifische Risiko der Anlage nicht Grundlage der Anlageentscheidung werden kann.

Da der Risikoaufklärung im Bereich des Direktvertriebes eine sehr größere Bedeutung zu zuschreiben ist, muss an dem Vorschlag von CESR festgehalten werden, über die Anlagerisiken im Bereich des Direktmarketings zwingend unmittelbar mit dem Werbematerial zu informieren. Gleichermassen ist sicherzustellen, dass die Beschreibung der Risiken nicht im Aufbau der allgemeinen Werbung untergehen können, sondern im Werbeprospekt an prominenter Stelle in hervorgehobener Form platziert wird.

3. Kundeninformation

Hinsichtlich der Kundeninformationen besteht generell das **Problem, dass Informationsanforderungen in mehreren Regelwerken enthalten sind**: in der MiFID und deren Umsetzung, in der Fernabsatzrichtlinie Finanzdienstleistungen und deren Umsetzungsgesetz sowie in einigen Prospektverordnungen. Der vzbv weist auf die hieraus resultierende Gefahr mangelnder Kompatibilität hin.

Hinsichtlich des Zeitpunkts, zu dem die Information gegeben wird, wird den Investmentfirmen unter bestimmten Umständen die Möglichkeit eingeräumt, ihre Informationspflichten erst nach Beginn der Bereitstellung der Dienstleistung zu erbringen, und zwar dann, wenn diese Dienstleistung auf Wunsch des Kunden über Kommunikationsmittel zustande gekommen ist, die es unmöglich macht, die Informationen vor Beginn des Geschäfts in schriftlicher Form zu erbringen. Hier müsste darauf geachtet werden, dass eine grundlegende Information dann aber zumindest in anderer Form erfolgt.

Gemäß der Richtlinie (Artikel 19 (3)) können die Kundeninformationen in standardisierter Form geboten werden. Diese Art der standardisierten Information wird in Deutschland mittels der sogenannten *Basisinformation über die Vermögensanlage in Wertpapieren* erfüllt. Aus Sicht des vzbv kann und darf die Funktion und die Verwendbarkeit der Basisinformation, in der über insgesamt mehr als 150 Seiten über die Basis- und speziellen Risiken von verzinslichen Wertpapieren, Aktien, Genusscheinen, Zertifikaten, Investmentanteil- und Optionsscheinen informiert wird, nicht überbewertet werden. Vielmehr können sich interessierte Anleger mittels der Basisinformation einen ersten Überblick über mögliche Anlageformen verschaffen. Die Basisinformation enthalten lediglich Hinweise zur Produktart, jedoch keine produktspezifische Produkt- und Risikoaufklärung. Im CESR-Advise sind jedoch neben den Basisinformationen auch produktspezifische Informationen vorgesehen. Das Festschreiben zusätzlicher produktspezifischer Informationen ist zur Fundierung der Anlageentscheidung zu begrüßen. Jedoch ist dabei klarzustellen, dass solche Produktinformationen nicht standardisiert erteilt werden können. Hier sind alleinig auf das konkrete Produkt bezogene Informationen notwendig.

Hinsichtlich des Zeitpunktes der Erteilung der Information wird in Paragraph 2 der Begriff „in good times“ definiert. Verfolgtes Ziel ist es, dem Kunden genügend Zeit einzuräumen, eine wohlüberlegte Entscheidung treffen zu können. Hierzu sollten die bereits aufgeführten Kriterien durch ein weiteres ergänzt werden, durch das zusätzlich auf das Wissen des Verbrauchers und das potentielle Risiko der Anlage abgestellt wird: Je risikoreicher die Anlage und je unerfahrener der Kunde, desto mehr Zeit sollte dem Kunden zur Verfügung stehen.

Die in Paragraph 6 geregelten Informationen über die Investmentfirma sollten zusätzlich einen Überblick über die nationalen Regelungen, denen die Firma unterworfen ist enthalten. In Paragraph 6 h sollte in jedem Fall ergänzend über den einzuhaltenden Beschwerdeweg und die hierbei geltende Fristen sowie über die jeweilige Schlichtungsordnung informiert werden.

Die in Paragraph 7 definierten Informationen sind aus Sicht des vzbv äußerst wichtige Informationen, so dass hieran besonders hohe Anforderungen hinsichtlich Transparenz und Aussagekraft zu stellen sind. Dienlich wäre es deshalb, diese Informationen einem festgelegtem Schema zu unterwerfen, wodurch die Lesbarkeit und insbesondere die Vergleichbarkeit deutlich verbessert würde. Die Charakteristika und insbesondere das Risiko der Anlage sollten besonders hervorgehoben werden.

Die in Paragraph 9 definierten Informationsanforderungen bezüglich zusammengesetzter Produkte sind ungenügend. Es ist völlig unzureichend, lediglich auf eine Involviering des Finanzinstrumentes in Kredite hinzuweisen. Hier sind die Konsequenzen und Risiken, die sich aus dem Einsatz von Krediten in der Geldanlage ergeben, genauestens zu beschreiben. Es ist sicherzustellen, dass dieser Punkt nicht in den allgemeinen Informationen untergeht, so dass hierzu explizit und in hervorgehobener Form zu informieren ist.

Hinsichtlich der Risikohinweise sollten die einfachen Hinweise durch realistische Rechenbeispiele untermauert werden, anhand derer es dem Durchschnittsanleger möglich wird, die Risiken und deren Konsequenzen nachzuvollziehen.

4. Kundenvereinbarung

Gemäß der Richtlinie und den Ausführungsvorschlägen sollen künftig alle Vereinbarungen zwischen Wertpapierfirma und Kunden aufgezeichnet, dokumentiert und verwahrt werden. Die Aufzeichnung, Dokumentation und Verwahrung der zwischen dem Wertpapierdienstleistungshaus und dem Kunden getroffenen Vereinbarungen ist prinzipiell im Sinne einer zuverlässigen Kundeninformation und Konkretisierung der Vertragsinhalte zu begrüßen. Um jedoch den hiermit verbundenen Aufwand möglichst gering und vertretbar zu halten, sollte hierbei zwischen allgemeingültigen, von der Anlage unabhängigen Vertragsbedingungen und den produktsspezifischen Vertragsinhalten differenziert werden. Vorstellbar wären bestimmte Rahmenverträge, die lediglich bei Abschluss von neuen Anlageformen um entsprechende Vertragsbestandteile zu ergänzen wären. Auch im Kundeninteresse sollten der Aufwand für die Dokumentation und die damit verbundenen Kosten möglichst gering gehalten werden.

Auffällig im CESR-Advise zum Client Agreement ist, dass lediglich bezogen auf den Handel mit Optionsscheinen und Derivaten Angaben über die Erfahrungen, das Wissen und die finanzielle Situation und Kapazität des Kunden im Kundenvertrag aufzunehmen sind. Bezogen auf sonstige Anlageformen sind hierzu keine Angaben zu machen. Aus Sicht des vzbv sollten diese Informationspflicht auf alle anderen Kapitalanlagen erweitert werden. Das heißt, es sollten bei allen Vertragsabschlüssen mit konkretem Bezug auf die Kapitalanlage generell die Kundenangaben zu den Anlagezielen, zur Anlageerfahrung, zur Risikoeinstellung, zu den finanziellen Verhältnissen und zu den konkreten Anlageinformationen dokumentiert werden. Hierbei muss es jedoch klare Anforderungen geben, die eine große Aussagekraft der Kundenangaben sicherstellen, so dass keine Interpretation oder Bewertung dieser Kundenangaben im Sinne der Interessen der Wertpapierfirma möglich ist. So müssten sich beispielsweise die Formulierungen der auszufüllenden Anlagezielkategorien (kurz-, mittel-, langfristig) am Verständnis des Kunden orientieren, sich um Eindeutigkeit und Klarheit bemühen und möglichst aussagekräftige Beispiele zugrunde legen. Auch müssen sich diese Kundenangaben stets auf eine

bestimmte Kapitalanlage bzw. auf einen konkreten Vertrag beziehen, so dass sie bei neu abzuschließenden Verträgen stets zu aktualisieren sind.

vzbv-Fachbereich Finanzdienstleistungen, den 17.09.2004