

# Offen gesprochen

Von (un)mündigen Wertpapierkunden und Emittenten oder:  
Wer schützt uns vor dem Gesetzgeber?

*Am 3. Januar 2018 tritt u.a. das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz in Kraft, das die Vorgaben der MiFID II-Richtlinie umsetzt. Mit einer Flut von z.T. unübersichtlichen neuen Regelungen werden die Verfahren innerhalb der Banken, die den Handel mit Wertpapieren betreffen, europaweit weiter harmonisiert und formalisiert. Die neuen Pflichten erfordern eine firmenindividuelle Anpassung vieler Abläufe und die noch genauere Dokumentation von Prozessen, Gesprächen und Entscheidungsprozessen. Sie haben zum Ziel, Wertpapierkunden auf der einen und Emittenten auf der anderen Seite vor ihrem Geschäftspartner „Bank“ zu schützen. Es fragt sich allerdings, ob dieses Ergebnis wirklich erreicht wird.*

In vielen Kreditinstituten sind die Vorbereitungen zur Umsetzung der neuen Regelungen nach arbeitsintensiven Monaten auf der Zielgeraden. Nachdem die MiFID II-Richtlinie im Juli 2014 in Kraft getreten war, hatten die Mitgliedsstaaten bis Juli 2017 Zeit für die Überführung der Vorgaben in nationales Recht. Das Bundesministerium der Finanzen hat im Dezember 2016 den Regierungsentwurf des Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetzes veröffentlicht, das mit Änderungen am 23. Juni 2017 vom Bundestag verabschiedet wurde und die Vorgaben der MiFID II-Richtlinie durch Änderungen diverser Gesetze in deutsches Recht umsetzt. Auf dieser Grundlage und auf Basis von Delegierten Verordnungen der EU sowie Stellungnahmen der ESMA passen die Banken derzeit ihre Prozesse an, überarbeiten teilweise ihre Allgemeinen Geschäftsbedingungen und beglücken ihre Kunden mit Informationsschreiben vielfältiger Art, um sie über die neuen Rahmenbedingungen, die ab 3. Januar 2018 gelten, zu informieren.

Durch die erweiterten Handlungspflichten der Banken soll der Kunde noch besser vor Interessenkonflikten der Bank geschützt und noch gründlicher aufgeklärt werden. Er soll also beispielsweise genau erklärt bekommen, welche Provisionen oder sonstigen Zuwendungen das ihn beratende Kreditinstitut im Zusammenhang mit für ihn erbrachten Dienstleistungen erhält. Diese Informationen sind auch bei laufenden Vertragsbeziehungen, in denen sich nichts ändert, jährlich zur Verfügung zu stellen. Außerdem soll der Anleger vor jeglichen Anlagen, die für ihn aus Sicht des Produktkonzepteurs, seiner Bank oder seines Bankberaters nicht passend sind, geschützt werden.

War es bisher die Aufgabe des Bankberaters, dem Kunden nur für ihn geeignete Produkte zu empfehlen, hat sich nun bereits die Bank, die Wertpapiere „konzipiert“ (also z.B. Zertifikate strukturiert, den Emittenten bei der Emission einer Anleihe berät oder für eine Gesellschaft eine Kapitalerhöhung mit Platzierung durchführt) zu überlegen, wer diese Wertpapiere kaufen können sollte und wer nicht. Auf einer zweiten Stufe muss das Kreditinstitut, das diese Produkte vertreibt oder den Kunden beim Erwerb der Produkte berät, generell festlegen, welche Kunden aus ihrer Sicht zum Erwerb dieser Produkte berechtigt sein sollten, bevor auf einer letzten Stufe wie bisher der Berater im Einzelfall noch einmal abwägt, ob sein Kunde das jeweilige Wertpapier kaufen können sollte oder nicht. Diese Dreifachprüfung, die verhindern soll, dass hochkomplexe Produkte, die nur wenige verstehen, zu Verlusten in Depots von Kleinanlegern führen, ist sicher gut gemeint. Sie ist aber insbesondere für Anleihen und Aktien, die im regulierten Markt

handelbar und damit sehr weitreichenden Transparenzpflichten unterworfen sind, völlig ungeeignet und verteuert die Prozesse, ohne Mehrwert für den Anleger zu schaffen. Zudem engt sie den Entscheidungsspielraum des Kunden – zumindest dort, wo er eine Bankberatung in Anspruch nehmen möchte – von vornherein ein.

Unabhängig davon erhält der Bankkunde noch mehr Informationen als bisher, etwa erweiterte Informationen zum Interessenkonfliktmanagement, und die Telefonate, die er mit seiner Bank führt, werden aufgezeichnet. Die Banken werden verpflichtet, die Telefonmitschnitte für viele Jahre zu archivieren und sie auf Wunsch dem Kunden oder der Finanzaufsicht zur Verfügung zu stellen.

Ähnliche Regelungen gelten für börsennotierte Unternehmen und solche, die es werden wollen, wenn es um Emissionen und Platzierungen geht. So ist die Kommunikation zwischen Emittent und Emissionsbank – zumindest, soweit es um den Entscheidungsweg zu einer Zuteilungs- oder Preisfestlegungsentscheidung geht – aufzuzeichnen oder zu protokollieren und revisionssicher zu archivieren. Darüber hinaus sind Emittenten von der/n begleitenden Bank(en) bereits im Vorfeld einer möglichen Kapitalmaßnahme über alternative Finanzierungsmöglichkeiten, das Interessenkonfliktmanagement der Bank(en), den Preisfindungs- und Zuteilungsprozess sowie über Details zu den Investoren, bei denen die Platzierung der Aktien oder Anleihen stattfinden soll, zu informieren.

Diese Inhalte sind im Grundsatz nicht neu. Denn jede Emissionsbank wird ihren Vertragspartner im Wege ihrer vertraglichen Pflichten über den Ablauf einer Emission informieren und bei der Entscheidungsfindung unterstützen. Bisher tut sie dies aber bilateral in einer der Situation angemessenen Weise. Fragt ein DAX-Konzern die Begleitung einer weiteren Kapitalerhöhung an, käme niemand auf die Idee, diesem konkreten und in der Regel sehr in-

formierten Ansinnen mit der Aufklärung über alternative Finanzierungen, etwa mittels Kredit oder Anleihe, zu entgegnen. Der Vorstand oder Großaktionär eines Unternehmens, das einen Börsengang erwägt, kämpft hingegen häufig mit der Vielzahl neuer Informationen, die auf ihn im Laufe des IPO-Prozesses einströmen, so dass Details zum Preisbildungs- und Zuteilungsprozess schon vor Projektbeginn in bestimmten Fällen einfach als Informationsflut und damit inhaltlich nicht wahrgenommen werden. Die neuen Regelungen indizieren das Misstrauen des Gesetzgebers dahingehend, dass die bloße vertragliche Pflicht der Emissionsbank auf der einen und der Markt, der Pflichtverletzungen der Emissionsbank ahndet, auf der anderen Seite nicht zu dem gewünschten Ergebnis führen und ergänzen die bestehenden Pflichten durch behördlich kontrollierbare, situationsunabhängig anzuwendende Verhaltensanforderungen.

Ähnlich ist es mit den Informationspflichten der Bank gegenüber ihren Kunden. Auch gegen Transparenz und Anlegerschutz lässt sich nichts einwenden. Die Pflichten sollten jedoch sinnvoll sein und in der Lebenswirklichkeit der Mehrheit der durch die Regelungen Geschützten wirklich zu dem gewünschten Ziel führen können. Aktuell ist zu befürchten, dass mit hohem Aufwand viel Papier produziert, aber aufgrund der – rechtlich geforderten – Informationsfülle vom geeigneten Anleger weder gelesen noch verstanden wird. Denn dass ein Bankkunde nach der siebenundneunzigsten, dem Formalismus genügenden Belehrung tatsächlich noch imstande und willens ist, die Inhalte auf sich wirken zu lassen, muss wohl bezweifelt werden. Daran, dass sich der Bankkunde durch die neuen Offenlegungspflichten subjektiv stärker geschützt und besser informiert fühlt, bestehen deshalb erhebliche Zweifel.

Die neuen Regularien erfordern eine personal- und kostenintensive Durchleuchtung und Anpassung

zahlreicher Prozesse in den Banken und deren noch weitgehendere Verschriftlichung. Die formalisierten Prozesse erschweren die individuelle Kundenbetreuung und sind ohne eine noch umfangreichere digitale Unterstützung im Hintergrund unmöglich. Sie haben – neben dem Anlegerschutz – das Ziel, der Finanzmarktaufsicht jederzeit eine Prüfung zu ermöglichen, bei der festgestellt werden soll, ob das jeweilige Institut die zahlreichen neuen Vorgaben auf dem Papier (also durch vordefinierte Verfahren) und im Einzelfall (durch stichprobenartige Kontrollen, bei denen zahlreiche Unterlagen vorzulegen sind) einhält. Kommt die Behörde zu dem Ergebnis, dass dies nicht der Fall ist, können drakonische Strafen verhängt und die betroffene Bank mittels „naming and shaming“ an den Pranger gestellt werden.

Hohe Strafen bei Verstößen gegen Vorschriften sollen vor allem abschrecken, um die Verpflichteten zu gesetzesgetreuem Verhalten anzuhalten. Eine effiziente Abschreckung setzt jedoch voraus, dass für den Verpflichteten greifbar ist, welches Verhalten genau von ihnen gefordert ist. Die Flut der neuen Regeln ist jedoch genau eines nicht: in jeder Hinsicht konkret. Anders als in gut geschriebenen und begründeten Gesetzen bleibt es beim Thema MiFID II den Verpflichteten überlassen, aus einer Fülle von nationalen und europarechtlichen Normen und den Auslegungshilfen der ESMA, die jeweils nur punktuell Details regeln, konkrete Handlungspflichten abzuleiten. Wie die von den neuen Normen vorgegebenen Ziele im Unternehmen erreicht werden sollen, bleibt den Verpflichteten dabei in weiten Teilen selbst überlassen. Unter dem Deckmantel des Arguments, dass nationalen Besonderheiten Rechnung getragen sowie den Unternehmen insoweit „Entscheidungsfreiheit“ gelassen werde und man auf diesem Weg die Bedürfnisse und Möglichkeiten von Kreditinstituten unterschiedlicher Größe besser berücksichtige, wurde die Entscheidung auf die Banken verlagert. Da verlässliche Aussagen dazu, wie bestimmte Vorgaben

zu verstehen sind und ob bestimmte Lösungswege den Anforderungen der Finanzaufsicht genügen, seitens der Behörden (für die all diese Themen auch neu sind), kaum zu erhalten sind, haben die Institute – allein oder mit Hilfe zahlreicher Berater – eigene Lösungswege für eine Vielzahl von Regelungserfordernissen entwickelt und in ihren Prozessen umgesetzt. Hier ist zu erwarten, dass sich nach den ersten Prüfungen durch die BaFin und ihrer Kenntnisnahme von den unterschiedlichen Umsetzungsvarianten in den Kreditinstituten mittelfristig bestimmte Standards entwickeln, die es einzuhalten gilt.

Ob die neuen, mit hohem finanziellen Aufwand von der Kreditwirtschaft umgesetzten Regelungen tatsächlich ihr Ziel erreichen, Produkte noch transparenter zu machen, das Schutzniveau für Bankkunden und Emittenten zu erhöhen und neue Finanzkrisen zu vermeiden, ist mehr als fraglich. Die hehren Ziele werden mit einer Entmündigung der Kunden erkauft, die gegen ihren Willen und auf ihre Kosten vor sich selbst geschützt werden. Der Kunde zahlt nicht nur mittelbar durch eine Verteuerung der Bankdienstleistungen, sondern auch durch eine Einschränkung des Angebots. Es ist immer stärker zu beobachten, dass sich Banken aus der Anlageberatung, vor allem für kleinere Vermögen, zurückziehen. Dem Privatanleger bleibt als Alternative dann nur noch das Tagesgeldkonto, sofern er nicht willens und in der Lage ist, seine Wertpapierkäufe und -verkäufe selbst und ohne Beratung aktiv zu managen oder sein Vermögen einer Online-Vermögensverwaltung anvertraut, bei der er keinen Einfluss auf die Einzeltransaktionen nehmen kann. Diese Auswahl könnte noch weiter begrenzt werden, falls Kreditinstitute aus Kostengründen aus dem Markt ausscheiden.

Darüber hinaus wird durch die umfangreichen Dokumentations- und Aufzeichnungspflichten der Kontakt zwischen Bank und Kunde weiter formalisiert. Ein Kundenbetreuer muss noch mehr Zeit

als bisher auf die Dokumentation und weniger auf die individuelle Betreuung des Kunden verwenden, was nicht im Sinne der Regelungen sein kann.

Ein Fortschreiten der Bankenregulierung wird sicher nicht lange auf sich warten lassen. Es ist zu wünschen, dass diese die unter MiFID II erfolgte Regulierung vereinfacht, konkretisiert und auf ein inhaltlich sinnvolles Maß begrenzt. Statt es dem

Markt zu überlassen, Systeme auf Basis mangelhafter Rechtsgrundlagen selbst zu entwickeln, macht ein Rechtsetzungsprozess, der überlegt, sachnah und praxisorientiert den Regelungsrahmen eindeutig festlegt – auch wenn er länger dauert – die Erreichung der Ziele am wahrscheinlichsten.

Dr. Christel Turpeinen,  
Corporate Finance

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:  
[www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/corporate-finance-beratung](http://www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/corporate-finance-beratung)

**Kontakt: Dr. Jens Kruse**

Leiter Corporate Finance · [jkruse@mmwarburg.com](mailto:jkruse@mmwarburg.com)  
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg



M. M. WARBURG & CO

1798