

Studien zum
Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

182

Robert Piwowarski

Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der MiFID II

Untersucht anhand der Product Governance
und der Anlageberatung



Nomos

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb

Prof. Dr. Mathias Habersack

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)

Prof. Dr. Adam Sagan, MJur (Oxon)

Begründet von

Prof. Dr. Klaus J. Hopt

Prof. Dr. Manfred Lieb

Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 182

Robert Piwowarski

Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der MiFID II

Untersucht anhand der Product Governance
und der Anlageberatung



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Halle-Wittenberg, Univ., Diss., 2019

ISBN 978-3-8487-6424-2 (Print)

ISBN 978-3-7489-0547-9 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als Referent für Kapitalmarktrecht beim Bundesverband deutscher Banken e.V. Aufgrund dieser befasste ich mich tiefgehend mit der MiFID II, mit der Folge, dass ich hierin nicht nur eine enorme praktische Bedeutung, sondern auch ein großes Potenzial für eine wissenschaftliche Untersuchung sah. Die in diesem Laufe entstandene Arbeit wurde vom Promotionsausschuss der Juristischen und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg im Juli 2019 als Dissertation angenommen.

Für mich war die Erstellung dieser Arbeit eine Herausforderung und persönlich bereichernde Erfahrung zugleich. Den zahlreichen Personen, die mich in vielfältiger Art und Weise unterstützt und mir Rückhalt gegeben haben, möchte ich an dieser Stelle ganz herzlich danken.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Christoph Kumpan LL.M. (Chicago) für seine hervorragende Unterstützung und sein persönliches Engagement bei der Betreuung dieser Arbeit. Durch seine konstruktiven Anmerkungen und Hinweise sowie nicht zuletzt seine jederzeitige Diskussionsbereitschaft hat er entscheidend zum Gelingen meiner Arbeit beigetragen. Bedanken möchte ich mich ebenfalls bei Frau Prof. Dr. Dörte Poelzig M.jur. (Oxford) für die freundliche Übernahme des Zweitgutachtens sowie bei Herrn Jun.-Professor Dr. Azar Aliyev LL.M. (Universität Heidelberg) für sein Mitwirken in der Prüfungskommission.

Ein herzlicher Dank gebührt meinen Kolleginnen und Kollegen vom Bankenverband und seinen Mitgliedern. Die fachlichen Diskussionen erlaubten es mir, tiefgreifende Einblicke in die Praxis zu erhalten und so die theoretischen Gedankengänge auch mit praktischen Erwägungen anzureichern. Ein besonderer Dank geht insoweit an Nikolai Lenarz LL.M. (Singapore), der mit seinen anregenden Diskussionen mir bei der Themenfindung half. Einen weiteren besonderen Dank möchte ich auch an Herbert Jütten geben, welcher sehr dazu beitrug, mich nicht im Detail zu verlieren, sondern auch das „große Ganze“ zu betrachten. Ein weiterer Dank geht an Herrn Dr. Jörg Jäger, welcher mir als Diskussionspartner, insbesondere für den wirtschaftswissenschaftlichen Teil dieser Arbeit, zur Seite stand.

Vorwort

Auch meinen Freunden danke ich sehr für die stetige Unterstützung, den Rückhalt und die Motivation während dieses Projekts.

Meinen Eltern danke ich von Herzen, dass sie mir diese Ausbildung ermöglicht und mich auf meinem bisherigen Lebensweg vorbehaltlos unterstützt, gefördert und gefordert haben, wodurch sie mir die Basis für meine persönliche und berufliche Entwicklung ermöglichten. Durch ihren steten Rückhalt, ihren Zuspruch und ihre Liebe haben sie im wesentlichen Maße zum Gelingen der Arbeit beigetragen. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Berlin, im Oktober 2019

Robert Piwowarski

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	13
A. Einleitung	17
B. Grundlagen	19
I. Konzeptionelle Grundlagen	19
1. Verbraucherleitbild	21
2. Anlegerleitbild	24
3. Wirtschaftswissenschaftliche Fundierung	24
a) Kapitalmarkttheoretische Annahmen	25
aa) Investment Value Theorie	27
bb) Portfolio-Theorie	27
cc) Capital Asset Pricing Modell	29
dd) Theorie effizienter Kapitalmärkte	30
ee) Zusammenfassung bisheriger Ergebnisse	32
b) Annahmen der verhaltensorientierten Finanzmarkttheorie	32
aa) Prospect Theory und Risikoaversion	34
bb) Framing-Effekt	36
cc) Präferenzen	40
dd) Heuristiken	42
(1) Repräsentativitätsheuristik	45
(2) Verfügbarkeitsheuristik	49
(3) Ankereffekt	50
(4) Vertrautheitsheuristik	51
ee) Überschätzung	56
ff) Regret Theorie	65
gg) Über- und Unterreaktionen	68
hh) Informationsaufnahme und -verarbeitung – Information Overload	72
ii) Anreize zum Fehlverhalten	74
jj) Zusammenfassung der Ergebnisse	75

Inhaltsverzeichnis

4. Verrechtlichung der wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse	76
a) Bereits existente Modelle	77
aa) MiFID I	77
bb) Prospektrecht	79
cc) Insiderrecht	80
dd) Investmentrecht	82
b) Entwicklung eines rationalen, schützenswerten und entmündigten Anlegerleitbildes	84
aa) Der rationale Anleger	84
bb) Der schützenswerte Anleger	85
cc) Der entmündigte Anleger	87
II. Rechtliche Grundlagen: Kapitalmarktgesetzgebung	88
1. Beweggründe für den Anlegerschutz	88
a) Funktionsschutz als Kehrseite des Anlegerschutzes	91
b) Individueller und institutioneller Anlegerschutz	92
2. Bisheriger Stand der Entwicklung des Anlegerschutzes	94
a) Entwicklung des Anlegerschutzes durch die Rechtsprechung in Deutschland	95
b) Verfestigung in der MiFID I	97
c) Weiterentwicklung durch MiFID II	98
3. Aufbau der MiFID II	99
4. Auslegungsgrundsätze der Gesetzesmaterialien in MiFID II	108
C. Das Anlegerleitbild in der MiFID II	113
I. Ableitung des Anlegerleitbildes in der Product Governance	113
1. Anwendungsbereich	115
a) Konzepteur nach MiFID II	116
b) Vertreiber nach MiFID II	123
c) Konzepteur und Vertreiber	124
d) Zeitlicher Anwendungsbereich	125
2. Produktgenehmigungsverfahren	126
a) Auf Seiten des Konzepteurs	128
aa) Interessenkonflikte	129
bb) Zielmarktbestimmung	130
(1) Kundentyp	134
(2) Erfahrungen und Kenntnisse	134
(3) Finanzielle Situation	136
(4) Risikotoleranz	136

(5) Anlageziele und Bedürfnisse des Kunden	137
cc) Szenarioanalysen	138
dd) Organisatorische Anforderungen	138
b) Auf Seiten des Vertreibers	141
aa) Interessenkonflikte	141
bb) Zielmarktbestimmung	142
cc) Organisatorische Anforderungen	143
c) Auf Seiten von Konzepturen und Vertreibern	144
3. Sanktionsmöglichkeiten	144
4. Anlegerleitbild	148
5. Zusammenfassung der Ergebnisse	152
II. Ableitung des Anlegerleitbildes in der Anlageberatung	153
1. Anwendungsbereich der Anlageberatung	154
2. Allgemeine Anforderungen an die Anlageberatung	156
a) Organisatorische Anforderungen an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen und seine Mitarbeiter	156
aa) Ausbildung der Berater	156
bb) Dokumentation der Beratung	157
cc) Interessenkonflikte	160
b) Kundenklassifizierung	164
c) Kostentransparenz	165
d) Geeignetheitserklärung	170
e) Produktpalette	175
f) Zielmarkt	175
g) Best-Execution	176
3. Spezielle Anforderungen an die abhängige Beratung	178
a) Zuwendungen	179
b) Finanzanalysen als Zuwendungen	182
4. Spezielle Anforderungen an die unabhängige Anlageberatung	184
a) Zuwendungen	185
b) Produktpalette	185
c) Umsetzung auf Seiten des deutschen Gesetzgebers	186
5. Anlegerleitbild	187
6. Zusammenfassung der Ergebnisse	197
III. Zusammenfassung der bisherigen Ergebnisse zum Anlegerleitbild	197

Inhaltsverzeichnis

D. Schutzniveauüberprüfung einzelner Regelungsbereiche bei der Product Governance und Anlageberatung in Abhängigkeit vom jeweiligen Anlegerleitbild	199
I. Anforderungen an den Anlegerschutz in Abhängigkeit vom zugrundegelegten Anlegerleitbild	200
1. Der rationale Anleger	200
2. Der schützenswerte Anleger	201
3. Der entmündigte Anleger	203
II. Realisierung des Anlegerschutzes anhand der untersuchten Regelungskomplexe	204
1. Product Governance	204
a) Zielmarktbestimmung	205
aa) Kundentyp	206
bb) Erfahrungen und Kenntnisse	207
cc) Finanzielle Situation	209
dd) Risikotoleranz	209
ee) Anlageziele und Bedürfnisse	210
b) Sanktionsmöglichkeiten	210
c) Zwischenergebnis	212
2. Anlageberatung	213
a) Aufzeichnungen von telefonischer und elektronischer Kommunikation	213
b) Kundenklassifizierung	215
c) Zuwendungen	216
d) Kostentransparenz	219
e) Geeignetheitserklärung	223
f) Produktpalette	226
g) Provisionsbasierte Anlageberatung vs. Honoraranlageberatung	226
h) Zwischenergebnis	228
III. Durchsetzbarkeit der Regelungen zur Verwirklichung eines einheitlichen Anlegerschutzes in Europa	229
1. Umsetzung durch die Mitgliedstaaten	230
2. Umsetzung und Überwachung durch die nationalen Aufsichtsbehörden	231
3. Wirtschaftliche und rechtliche Folgen der Umsetzung von MiFID II	233
4. Ausblick: Unstimmigkeiten durch divergierende Leitbilder in weiteren Gesetzgebungsvorhaben	235
IV. Zusammenfassung der Ergebnisse	237

Inhaltsverzeichnis

E. Thesen	239
Literaturverzeichnis	243

Abkürzungsverzeichnis

BGH	Bundesgerichtshof
CESR	The Committee of European Securities Regulators, deutsche Bezeichnung: Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden
Del. RL	Delegierte Richtlinie
Del. RL MiFID II	Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Entrichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären und nicht monetären Vorteilen
Del. VO	Delegierte Verordnung
Del. VO MiFIR	Delegierte Verordnung (EU) 2017/567 der Kommission vom 18. Mai 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, Transparenz, Portfoliokompromittierung und Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention und zu den Positionen
ESC	Economic and Social Committee
ESG	Economic, Social and Governance
EuGH	Europäischer Gerichtshof
1. FiMaNoG	Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG)
2. FiMaNoG	Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG)
ITS	Implementing Technical Standards
KWG	Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 13. April 2017 (BGBl. I S. 866) geändert worden ist

Abkürzungsverzeichnis

MaComp	Rundschreiben 05/2018 (WA) – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und weitere Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinie 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. Nr. L 173 v. 12.6.2014
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des europäischen Parlaments und des Rates v. 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/201
OGAW-IV Richtlinie	Richtlinie 2009/65/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)
PGG	Final Report – Guidelines on MiFID II product governance requirements, vom 2. Juni 2017, ESMA35–43–620
PRIIP-VO	Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)
Q&A	Question and Answers
RTS	Regulatory Technical Standards
WpDPV	Verordnung über die Prüfung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 89 des Wertpapierhandelsgesetzes (Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung – WpDPV)

Abkürzungsverzeichnis

WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung – WpDVerOV)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

