



# Neue Pflichten für Emittenten und Vertriebe

Mit Mifid II wird der Weg von der Produktidee bis zum Kundendepot länger. Vorgeschaltet sind aufwändige Produktfreigabeverfahren bei Emittenten und Vertrieben. Die Vorgaben dazu sind endlich konkretisiert worden – das Ausmaß der Folgen bleibt trotzdem noch nicht absehbar

von Elton Mikulic, Rechtsanwalt bei Otto Mittag Fontane

Sie zählen zu den folgenreichsten Neuerungen der Mifid-II-Richtlinie und in entscheidenden Punkten waren sie bislang unklar. Jetzt kommt Licht ins Dunkel. Die neuen Pflichten, die mit der Einführung eines Produktfreigabeverfahrens und der Bestimmung eines produktspezifischen Zielmarkts und Vertriebswegs verbunden sind, wurden in den letzten Monaten konkretisiert. Mit der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 vom 07.04.2017, den ESMA-Leitlinien vom 02.06.2017 (Final Report) und einem Referentenentwurf zur Änderung der Wertpapierdienstleistungs-, Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpVerOV) vom 09.05.2017 wurden auf allen Ebenen Anstrengungen unternommen, Unklarheiten zu beseitigen.

## Enge Zusammenarbeit erforderlich

Kernstück des neuen Pflichtenprogramms ist die Einführung und Unterhaltung eines internen Produktfreigabeverfahrens. Sowohl der sogenannte Konzepteur eines Finanzinstruments als auch das vertreibende Unternehmen sind dazu verpflichtet. Die Vorgaben für beide Produktfreigabeverfahren sind inhaltlich klar voneinander getrennt (§§ 11 und 12 WpVerOV). Sie werden aber in einer Weise aufeinander bezogen, die eine enge Zusammenarbeit zwischen Konzepturen und Vertrieben erfordern wird. Als Konzepteur gilt dabei jedes Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Finanzinstrumente schafft, entwickelt, begibt oder gestaltet.

Durch diese nunmehr weitreichende Formulierung – die Mifid-II-Richtlinie spricht insoweit nur von „Manufacturer“ – werden zum Beispiel auch Banken miteinbezogen, die Unternehmensanleihen auflegen, obwohl



Elton Mikulic,  
Otto Mittag Fontane, Frankfurt am Main

das emittierende Unternehmen selbst nicht in den Anwendungsbereich der Mifid II fällt. Unter den nunmehr konkretisierten Anforderungen an das Produktfreigabeverfahren sind zwei ganz besonders interessant: Zum einen soll der Konzepteur vor und während der Konzeption des Produkts überprüfen, ob dieses eine Gefahr für die Stabilität der Finanzmärkte darstellen kann (§ 11 (4) WpVerOV). Damit wird erstmalig eine Prognose auf Makroebene, die klassischerweise unter die Aufgaben der Finanzaufsicht

fällt, in das Pflichtenprogramm einzelner Finanzunternehmen einbezogen. Zum anderen sollen Konzepture sicherstellen, dass sich die Gestaltung des Finanzinstruments nicht nachteilig auf den Endkunden auswirkt. Insbesondere gehört dazu das Verbot, eigene Risiken in Bezug auf einen Basiswert (einschließlich Gegenparteierrisiken), den man bereits für eigene Rechnung hält, zu mindern oder auf den Kunden zu verlagern. Damit im Zusammenhang stehen auch die aktuellen Diskussionen über die Geeignetheit von bonitätsabhängigen Schuldverschreibungen für Privatanleger.

Auch sofern der Konzepteur nur beabsichtigt, nach Erwerb der Produkte durch Endkunden eigene Positionen einzugehen, die zu der Kundenposition gegensätzlich sind, muss es daraus erwachsende Interessenkonflikte, die sich nachteilig auf den Kunden auswirken können, vorab analysieren (§ 11 (3) WpVerOV). Da diese Verpflichtungen komplexe Bewertungen und Prognosen beinhalten, wird gefordert, dass alle beim Konzepteur beteiligten Mitarbeiter über die erforderliche Sachkunde verfügen, um die Merkmale und Risiken der von ihnen konzipierten Finanzinstrumente zu verstehen.

## Bestimmung von Zielmärkten

Der wichtigste Bestandteil der Produktfreigabeverfahren sowohl auf Ebene des Konzepteurs als auch des Vertriebs ist aber ohne Zweifel die Bestimmung von Zielmärkten

ten. Fünf Kriterien standen bislang im Raum, die die ESMA jetzt auch abschließend festgelegt hat. Anhand dieser Kriterien muss ein Konzepteur für jedes Finanzinstrument gesondert und ausdrücklich auf Grundlage seines „theoretischen“ Wissens einen potenziellen Zielmarkt bestimmen. Im Einzelnen sind dies: der Kundentyp, dessen Kenntnisse und Erfahrungen, seine finanzielle Situation und Verlusttragfähigkeit, seine Risikotoleranz und seine Anlageziele.

Explizit wird hierbei die Verwendung von Automatisierungsprozessen auf Grundlage quantitativer Kriterien zugelassen. Die ESMA bemerkt lediglich, dass Konzepture sich nicht ausschließlich auf solche Methoden verlassen und diese mit qualitativen Kriterien ausbalancieren sollen. Darüber hinaus muss auch die Gebührenstruktur eines Produkts überprüft werden. Sie muss transparent sein. Versteckte Gebühren dürfen nicht enthalten sein und die Gebührenstruktur darf im Hinblick auf den Zielmarkt und das Renditeprofil nicht dazu führen, dass erwartete Gewinne aufgezehrt werden. Erwähnenswert ist noch, dass für jedes Finanzinstrument auch negative Zielmärkte bestimmt werden müssen – also Kundengruppen, für die das Produkt explizit nicht geeignet ist.

Vertriebsunternehmen, also Unternehmen, die Finanzinstrumente empfehlen oder anbieten, müssen einen eigenständigen Zielmarkt bestimmen (§ 12 (3) WpVerOV). Dieser wird auf einer konkreteren Ebene im Hinblick auf die Bedürfnisse, Merkmale und Ziele seiner Kunden bestimmt und sollte grundsätzlich nicht von der breiter angelegten Zielmarktdefinition des Konzepteurs

abweichen. Hierzu soll der Vertrieb von dem jeweiligen Konzepteur alle notwendigen Informationen einholen. Dieser ist dazu verpflichtet, diese zur Verfügung zu stellen (§ 12 (5) WpVerOV). Sofern das Produkt von einem Unternehmen konzipiert ist, das nicht der Mifid II unterliegt, muss der Vertrieb

### Emittenten müssen für ihre Produkte „wesentliche Ereignisse“ bestimmen – treten diese ein, folgen weitere Pflichten

Vorkehrungen treffen, die sicherstellen, dass er von diesem Konzepteur trotzdem Informationen über das Finanzinstrument erhält. Diese müssen so beschaffen sein, dass eine konkrete Zielmarktbestimmung möglich wird. Vertriebt hingegen der Konzepteur das Produkt selbst, muss dieser nur einen konkreten Zielmarkt bestimmen. Die Verpflichtung, einen weiter gefassten Zielmarkt zu definieren, entfällt in diesem Fall.

#### Emittent muss Basiswert beobachten

Eine der einschneidendsten Neuerungen im Pflichtenprogramm ist eine Nachprüfungsverpflichtung von Konzepturen bei Eintritt eines sogenannten wesentlichen Ereignisses. Zunächst müssen Konzepture dafür Ereignisse bestimmen, die die Risiko- und Ertragserwartungen des Finanzinstruments beeinflussen können. Dazu zählt insbesondere, wenn der Basiswert eines Produkts bestimmte Schwellen überschreitet oder sich die Solvenz des Emittenten verändert,

dessen Wertpapiere oder Garantien die Wertentwicklung des Finanzinstruments beeinflussen können. Diese Verpflichtung ist daher auf die Emittenten derivativer Wertpapiere zugeschnitten. Tritt ein „wesentliches Ereignis“ dann tatsächlich ein, greift ein breiter Maßnahmenkatalog. Dieser beinhaltet die Unterrichtung von Kunden und Vertrieben sowie die Einstellung einer weiteren Begebung oder eines weiteren Vertriebs des Produkts, die eventuelle Änderung von Vertragsbedingungen bis hin zur Unterrichtung der Bafin. Insbesondere die nachträgliche Beobachtung der Solvenz des Emittenten eines Basiswerts – also beispielsweise von Konzernen, die Aktien begeben – stellt hier eine Verlagerung von Marktbeobachtungsrisiken von Kunden auf Emittenten dar.

#### Fazit: Herausforderungen für Emittenten

Das komplette Paket der aktuellen gesetzgeberischen Maßnahmen (Delegierte Verordnung, ESMA-Leitlinien und Überarbeitung der WpVerOV, die bisher nur als Referentenentwurf vorliegt) stellt eine zwar späte, aber in den weitesten Teilen klare und handhabbare Konkretisierung der Mifid-II-Vorgaben zu den Produktprüfungsverfahren dar, die ab 2018 verpflichtend sind.

Insbesondere für Emittenten derivativer Wertpapiere enthält das neue Programm aber speziell auf sie zugeschnittene Verpflichtungen, die für den gesamten Markt bislang noch nicht absehbare Folgen haben werden. Hierzu gehört die Verpflichtung, eigene Positionen im Basiswert im Hinblick auf Kundeninteressen vorab zu analysieren. Aber auch das Verbot, derivative Wertpapiere zu begeben, die eine Position darstellen, die zu eigenen gehaltenen Positionen entgegengesetzt sind, kann problematisch werden. Und insbesondere die Verpflichtung zur laufenden Basiswertbeobachtung mit angeschlossenen Informations- und Handlungspflichten bei Eintritt „wesentlicher Ereignisse“ ist eine Herausforderung. Hier besteht noch ein hoher Absprachebedarf mit den Aufsichtsbehörden. Dabei muss geklärt werden, wie die Maßgaben konkret umgesetzt werden können, ohne die Rentabilität ganzer Produktgruppen zu gefährden.

## Die wichtigsten Pflichten beim Produktfreigabeverfahren

Für Vertriebe	Für Konzepture
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Bestimmung von Zielmarkt und Vertriebsweg auf konkreter Ebene</li> <li>■ Einholung von Informationen vom Konzepteur zur Zielmarkt- und Vertriebswegbestimmung</li> <li>■ Grundsätzlich keine Abweichung von Zielmarkt- und Vertriebswegvorgaben des Konzepteurs</li> <li>■ Laufende Überprüfung der Geeignetheit von Vertriebsweg und evtl. Zielmarkt</li> <li>■ Weitergabe von Vertriebs- und Produktverkaufsinformationen an Konzepteur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Prüfung der Produktauswirkungen auf Finanzmarktstabilität</li> <li>■ Erstellung einer Szenarioanalyse unter negativen Marktbedingungen</li> <li>■ Bestimmung eines Zielmarktes und Vertriebswegs auf theoretischer Ebene</li> <li>■ Vermeidung von Interessenkonflikten hinsichtl. eigener Positionen im Basiswert</li> <li>■ Informationsweiterreichung und Absprache mit Vertrieben</li> <li>■ Laufende Überprüfung und Bestimmung wesentl. negativer Ereignisse (insb. Schwellenüberschreitung und Solvenz des Basiswertemittenten)</li> </ul>

Stand: 19.06.17; Quelle: Otto Mittag Fontane

\* Dies ist ein externer Beitrag. Der Inhalt gibt nicht zwingend Meinung und Einschätzung der Redaktion wieder.