

Juliane Thieme

Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt

Von der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zur MiFID



Nomos

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Kapitel 1: Einleitung	23
A. Überblick, Ziel und Methoden der Untersuchung	23
I. Die Bedeutung des Finanzmarktes und der Finanzdienstleistungen	23
II. Der Gegenstand der Untersuchung	25
III. Die Ziele und Methoden der Untersuchung	26
B. Der Aufbau der Untersuchung	27
Kapitel 2: Europäischer Finanzmarkt und europäisches Finanzmarktrecht	30
A. Überblick	30
B. Der Finanzbinnenmarkt	30
C. Europäisches Finanzmarktrecht	33
I. Vorgaben aus Art. 2 und 3 EG-Vertrag	34
II. Ziele der europäischen Finanzmarktintegration	34
1. Marktdurchdringung	35
2. Anleger- und Funktionsschutz	35
III. Wege der Finanzmarktintegration	39
1. Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs (Primärrecht)	40
2. Rechtsangleichung (Sekundärrecht)	42
a) Notwendigkeit der Harmonisierung des Finanzmarktrechts	43
(1) Schutzbereich der Niederlassungsfreiheit (Art. 43 ff. EG-Vertrag)	45
(2) Schutzbereich der Dienstleistungsfreiheit (Art. 49 ff. EG-Vertrag)	46
(3) Gewährleistungen: Diskriminierungs- und Beschränkungsverbot	48
(4) Rechtfertigung von Diskriminierungen und Beschränkungen	51
(5) Probleme der Anwendung der Grundfreiheiten und die Rechtsangleichung	53

b)	Harmonisierungskonzept im Finanzmarktbereich	55
(1)	Mindestharmonisierung der wesentlichen Aufsichtsregelungen	57
(2)	Gegenseitige Anerkennung der nicht harmonisierten Regelungen	58
(3)	Prinzip der Herkunftslandkontrolle	59
(4)	Europäischer Pass/Single Licence	59
(5)	Gestaltungsspielräume der Mitgliedstaaten	60
(6)	Beispiele für die Harmonisierung	63
3.	Zwischenfazit und Bewertung	64
D.	Zusammenfassung und Ausblick auf die weitere Untersuchung	67

Kapitel 3: Die Regulierung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen aus Gründen des Anleger- und Funktionsschutzes 69

A.	Einleitung	69
B.	Notwendigkeit und Risiken der Finanzintermediation	69
I.	Funktionen der Finanzintermediäre	69
1.	Zusammenführen geeigneter Vertragspartner	70
2.	Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation	72
a)	Losgrößentransformation	72
b)	Fristentransformation	72
c)	Risikotransformation	73
3.	Abbau von Informationsasymmetrien	74
4.	Zusammenfassung	80
5.	Behavioral Finance	81
II.	Risiken für Kapitalanleger	82
1.	Das Informationsrisiko	83
2.	Das Substanzerhaltungsrisiko	83
3.	Das Abwicklungs- und Verwaltungsrisiko	84
a)	Fallgruppen, insbesondere Interessenkollisionen	85
b)	Verflechtungen eines Intermediärs mit dritten Parteien	86
c)	Preis-, Absatz- und Vergütungsinteressen	88
4.	Das Interessenvertretungsrisiko	93
5.	Das Konditionenrisiko	94
6.	Fazit	94
C.	Formen der Regulierung von Finanzintermediären	95
I.	Überblick	95
II.	Regulierungskonzepte	97
1.	Freiwillige Selbstregulierung der betroffenen Wirtschaftskreise	97
2.	Staatliche Intervention mittels gerichtlicher Kontrolle	102
3.	Normierung zwingender Anlegerschutzstandards	103
III.	Parameter für Regulierung, speziell auf europäischer Ebene	104

D.	Zusammenfassung und Ausblick auf die weitere Untersuchung	106
Kapitel 4:	Die Regelungen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	109
A.	Einleitung	109
B.	Entstehungsgeschichte und Regelungsziele der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	110
I.	Entstehungsgeschichte der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	110
II.	Regelungsziele der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	112
1.	Marktdurchdringung	112
2.	Individueller Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes	114
3.	Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen	115
C.	Überblick, Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen	119
I.	Überblick	119
II.	Persönlicher Anwendungsbereich	120
III.	Sachlicher Anwendungsbereich	122
1.	Die Wertpapierdienstleistungen	122
2.	Die Finanzinstrumente	127
D.	Der Zugang zur und die Ausübung der Tätigkeit	128
I.	Voraussetzungen einer Zulassung zur Tätigkeit (Art. 3, 4 und 6)	129
II.	Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit (Art. 8 bis 13)	133
E.	Freie Niederlassung und freier Dienstleistungsverkehr	138
I.	Der Europäische Pass (Art. 14 Abs. 1 und 2)	138
II.	Befugnisse der Aufnahmemitgliedstaaten (Art. 19)	139
F.	Wohlverhaltensregeln	142
I.	Überblick	142
II.	Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln und Professionalitätskriterium (Art. 11 Abs. 1 S. 2 und 3, Abs. 3)	147
1.	Reichweite der Wohlverhaltensregeln	147
2.	Adressat des Wohlverhaltens: Der Kunde	147
a)	Das Professionalitätskriterium aus Art. 11 Abs. 1 S. 2	148
b)	Zur Bestimmung der Person des „Kunden“	150
(1)	Die Einschaltung eines Boten	151
(2)	Die Einschaltung eines unmittelbaren Stellvertreters	151
(3)	Die Einschaltung eines mittelbaren Stellvertreters	154
III.	Inhalt der Wohlverhaltensregeln (Art. 11 Abs. 1 S. 4)	155
1.	Der Grundsatz der Interessenwahrung (Art. 11 Abs. 1 S. 4 Sp.str. 1, 6, 7)	156
a)	Spiegelstrich I	156
b)	Spiegelstrich 6	159
(1)	Überblick	159
(2)	Konfliktvermeidungsmaßnahmen	160

(3) Abgrenzung zu Art. 10 S. 2 Spiegelstrich 5	163
c) Spiegelstrich 7	164
2. Die Sorgfaltspflichten (Art. 11 Abs. 1 S. 4 Sp.str. 2 und 3)	164
a) Spiegelstrich 2	165
(1) Überblick	165
(2) Pflichten bei der Dienstleistungserbringung	165
b) Spiegelstrich 3	168
3. Informationspflichten (Art. 11 Abs. 1 S. 4 Sp.str. 4 und 5)	168
a) Spiegelstrich 4	169
(1) Überblick	169
(2) Pflichten bei der Dienstleistungserbringung	172
b) Spiegelstrich 5	176
(1) Überblick	176
(2) Pflichten bei der Dienstleistungserbringung	181
4. Wohlverhaltensregeln gegenüber Emittenten	188
IV. Befugnisse der Gaststaaten (Art. 11 Abs. 2)	189
V. Zwischenfazit	191
G. Vorschriften für geregelte Märkte und deren Inanspruchnahme	192
H. Melde- und Transparenzvorschriften	195
I. Sonstige Bestimmungen der Richtlinie	197
J. Zusammenfassung und Ausblick auf die weitere Untersuchung	198
Kapitel 5: Bewertung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	201
A. Einleitung	201
B. Marktdurchdringung und Anlegerschutz	202
I. Marktdurchdringung	202
II. Anleger- und Funktionsschutz	205
1. Individueller Anlegerschutz	205
2. Funktionsschutz	208
III. Fazit	209
C. Überarbeitungsbedarf	210
I. Entwicklungen auf den Finanzmärkten seit Mitte der 1990er	210
1. Moderne Technologien, Informations- und Kommunikationsmöglichkeiten	211
2. Desintermediation und Institutionalisierung der Märkte bzw. Marktteilnehmer	213
3. Globalisierung der Finanzmärkte	214
4. Innovationen in Finanzinstrumenten, Vertriebsformen und Orderausführung	215
5. Intensivierung des Wettbewerbs auf nationaler und internationaler Ebene	218
6. Fazit	220

II. Kritikpunkte an der WDRL	221
1. Überblick	221
2. Anwendungsbereich der WDRL	222
a) Persönlicher Anwendungsbereich	222
b) Sachlicher Anwendungsbereich	224
(1) Anlageberatung	224
(2) Wertpapier- und Finanzanalyse	228
(3) Neue Finanzinstrumente	228
3. Bedingungen für den Zugang zur und die Ausübung der Tätigkeit	229
4. Freier Dienstleistungs- und Niederlassungsverkehr	230
a) Notifikationsprozedere, Art. 17 und 18	231
b) Lokalisierung der Wertpapierdienstleistung	231
c) Weitere Unstimmigkeiten	234
d) Gaststaatregulierung im Interesse des Allgemeinwohls	236
5. Wohlverhaltensregeln	239
a) Prinzipien des Art. 11 Abs. 1 und ihre Umsetzung in den Mitgliedstaaten	239
(1) Formelle Umsetzung	240
(2) Anwendungsbereich der Wohlverhaltensregeln	241
(3) Discount Broking	242
(4) Materieller Gehalt der Wohlverhaltensregeln	253
(5) Professionalitätskriterium aus Art. 11 Abs. 1 S. 2	255
b) Gaststaatbefugnisse aus Art. 11 Abs. 2	258
c) Zwischenfazit	261
D. Zusammenfassung und Ausblick auf die weitere Untersuchung	262
Kapitel 6: Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	266
A. Überblick	266
B. Bewertung der erreichten Integration	266
C. Standardsetzung durch überregionale Expertengremien	268
D. Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (FSAP)	275
E. Lamfalussy-Verfahren	281
F. Anwendung der Wohlverhaltensregeln gemäß Art. 11	288
G. Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	291
H. Konsultationen und weiteres Verfahren	293
I. Weiterer Rechtsrahmen: Fernabsatz und E-Commerce	295
I. Fernabsatz von Finanzdienstleistungen	296
II. E-Commerce	298
J. Zusammenfassung und Ausblick auf die weitere Untersuchung	302
Kapitel 7: Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)	305

A.	Einleitung	305
B.	Entstehungsgeschichte und Regelungsziele der MiFID und ihrer Durchführungsbestimmungen	309
	I. Entstehungsgeschichte der MiFID und ihrer Durchführungsbestimmungen	309
	II. Regelungsziele der MiFID und ihrer Durchführungsbestimmungen	313
C.	Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen	316
	I. Persönlicher Anwendungsbereich	316
	1. Wertpapierfirmen	316
	2. Geregelte Märkte und Handelssysteme	321
	a) Marktbetreiber und Wertpapierfirmen	323
	b) Multilaterale und bilaterale Systeme	325
	c) Finanzinstrumente	329
	d) Weitere Pflichten aus der MiFID	330
	II. Sachlicher Anwendungsbereich	331
	1. Die Wertpapierdienstleistungen	331
	2. Die Finanzinstrumente	342
	3. Zwischenfazit	346
D.	Zulassungsbedingungen und -verfahren	347
	I. Zulassung einer Wertpapierfirma und Bedingungen zur Zulassung	347
	II. Organisatorische Anforderungen im Besonderen	352
	1. Allgemeine organisatorische Anforderungen	353
	a) Rahmenbedingungen	353
	b) Compliance	354
	c) Risikomanagement	356
	d) Innenrevision	357
	e) Bearbeitung von Kundenbeschwerden	358
	f) Persönliche Geschäfte (Mitarbeitergeschäfte)	358
	2. Outsourcing	360
	3. Schutz des Kundenvermögens	363
	4. Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten	365
	5. Zuständigkeit des Herkunftslandes und des Gastlandes	367
	III. Das Betreiben eines MTF	367
E.	Bedingungen für die laufende Tätigkeit der Wertpapierfirmen	370
	I. Überblick	370
	II. Interessenkonflikte	371
	1. Wann liegt ein Interessenkonflikt vor?	373
	2. Erkennen eines Interessenkonflikts	375
	3. Vermeiden des Interessenkonflikts, Art. 13 Abs. 3 MiFID	376
	4. Offenlegung von Interessenkonflikten, Art. 18 Abs. 2 MiFID	379
	5. Konfliktmanagement bei Finanzanalysen	381
	6. Zwischenfazit	386
F.	Wohlverhaltensregeln	387
	I. Kategorisierung der Kunden nach ihrer Professionalität	389

1.	Der Kleinanleger (Retail Client)	390
2.	Professionelle Anleger (Professional Clients)	391
	a) Geborene professionelle Kunden	391
	b) Gekorene professionelle Kunden	395
	c) Altkunden (Grandfathering Clause)	398
3.	Geeignete Gegenparteien (Eligible Counterparties)	399
	a) Geborene geeignete Gegenparteien	400
	b) Gekorene geeignete Gegenparteien	402
4.	Zwischenfazit	403
II.	Die einzelnen Wohlverhaltensregeln	404
1.	Ehrliches, redliches und professionelles Verhalten, insbesondere Inducements	406
	a) Überblick	406
	b) Vereinbarungen mit Kunden	408
	c) Inducements	409
	(1) Grundsatz: Verbot von Inducements	411
	(2) Ausnahmen	411
	(3) Zwischenfazit	418
2.	Informationspflichten	420
	a) Informationspflichten – Allgemeine Anforderungen	421
	(1) Redliche, eindeutige und nicht irreführende Informationen	421
	(2) Zeitpunkt, Art und Weise der Informationsübermittlung	423
	b) Inhalt der Informationen	425
	(1) Informationen über die Wertpapierfirma und ihre Dienstleistungen	426
	(2) Informationen über Finanzinstrumente	429
	(3) Informationen zum Schutz von Kundeninstrumenten und Kundengeldern	430
	(4) Informationen über Kosten und Nebenkosten	431
	(5) Informationen über die Kundeneinstufung	432
	(6) Besonderheiten für Marketing-Mitteilungen	432
3.	Erkundigungs- und Prüfungspflichten	434
	a) Anlageberatung und Vermögensverwaltung – Geeignetheitstest	436
	(1) Angaben des Kunden	436
	(2) Beurteilung der Geeignetheit	440
	(3) Besonderheiten bei der Vermögensverwaltung	443
	b) Andere Wertpapierdienstleistungen – Angemessenheitstest	444
	c) Reine Ausführungsgeschäfte – Execution Only	447
	d) Einschalten einer weiteren Wertpapierfirma	452
4.	Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen – Best Execution	454

a)	Grundsätze der Auftragsausführung – Best Execution Policy	456
(1)	Festlegen der Best Execution Policy	456
(2)	Information über die Best Execution Policy	460
b)	Anwendung der Best Execution Policy	463
c)	Überprüfung der Best Execution	465
d)	Einschalten einer ausführenden Wertpapierfirma	465
5.	Bearbeitung von Kundenaufträgen	468
6.	Abschließende Berichtspflichten	472
a)	Berichtspflichten außerhalb der Vermögensverwaltung	472
b)	Berichtspflichten bei der Vermögensverwaltung	473
c)	Aufstellungen über Kundenfinanzinstrumente und Kundengelder	475
7.	Zwischenfazit	476
G.	Vertraglich gebundene Vermittler – tied agents	479
H.	Transparenzanforderungen	484
I.	Vorhandelstransparenz für MTFs (und geregelte Märkte)	488
II.	Vorhandelstransparenz für systematische Internalisierer	490
III.	Nachhandelstransparenz für geregelte Märkte, MTFs und Wertpapierfirmen	495
IV.	Meldepflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen	497
V.	Zwischenfazit	499
I.	Die Rechte der Wertpapierfirmen – der Europäische Pass	500
I.	Die Freiheit der Wertpapierdienstleistung und Anlagetätigkeit	501
II.	Die Errichtung einer Zweigniederlassung	502
III.	Zugang zu den Marktplätzen	508
IV.	Zwischenfazit	510
J.	Hochrangige Prinzipien für geregelte Märkte	511
K.	Zuständige Behörden und mitgliedstaatliche Zusammenarbeit	513
L.	Zusammenfassung des 7. Kapitels	514
M.	Beurteilung der MiFID-Bestimmungen	523
Kapitel 8: Schlussbetrachtung		528
A.	Zusammenfassung der Ergebnisse der Untersuchung	528
B.	Ausblick auf die weitere Entwicklung	532
Literaturverzeichnis		533
Stichwortverzeichnis		571