

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 118

Die neuen Anlageberatungsregelungen der MiFID II

Eine Untersuchung ausgewählter Verhaltens-
und Organisationspflichten der MiFID II und ihrer Umsetzung
in das nationale Recht

Von

Jana Mansen



Duncker & Humblot · Berlin

JANA MANSEN

Die neuen Anlageberatungsregelungen der MiFID II

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 118

Die neuen Anlageberatungsregelungen der MiFID II

Eine Untersuchung ausgewählter Verhaltens-
und Organisationspflichten der MiFID II und ihrer Umsetzung
in das nationale Recht

Von

Jana Mansen



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen hat diese Arbeit
im Jahre 2017 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2018 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15442-5 (Print)
ISBN 978-3-428-55442-3 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85442-4 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meiner Familie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2017 an der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen. Sie berücksichtigt den Stand der Literatur und der Rechtsprechung bis Juni 2017.

Während der Entstehung dieser Arbeit haben mich viele Menschen begleitet, denen ich an dieser Stelle danken möchte:

An erster Stelle gilt mein Dank meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler, der den Anstoß zur Erarbeitung dieses Themas und der Verknüpfung mit der Praxis setzte. Seine unermüdliche wissenschaftliche und methodische Unterstützung, seine zahlreichen Anregungen und wertvollen Ratschläge haben maßgeblich zur Realisierung dieser Arbeit beigetragen. Ebenso möchte ich mich bei meinem Zweitgutachter Herrn PD Dr. Alexander Thiele für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens sowie bei Herrn Prof. Dr. Rüdiger Krause für die zeitnahe Disputation bedanken.

Weiterhin möchte ich mich beim Lehrstuhl-Team Prof. Spindler, insbesondere bei Christian Schott, Marvin Jäschke und Andreas Seidel, sowie den Experten der Interviews für ihre Unterstützung und die sowohl konstruktive als auch angenehme Zusammenarbeit bedanken. Weiterhin bin ich Marie-Beatrice Dewitz, Sarah Mühlhausen und Lena Sieberts für die motivierenden Gespräche, die mich auf dem Weg zur fertigen Arbeit immer wieder neue Aspekte entdecken ließen, dankbar. Auch die vielen nicht-wissenschaftlichen Gespräche haben meine Arbeit sehr unterstützt.

Besonderer Dank gebührt meiner Familie, vor allem meinem Lebensgefährten Julius Schwafferts, meinen Eltern, Achim Mansen und Susanne Mansen, sowie meinen Großeltern, Willi und Marianne Mansen, die mich stets in meinen Vorhaben bestärkt haben und mir jede erdenkliche Unterstützung haben zukommen lassen. Die Verwirklichung meiner Ziele wäre ohne sie nicht denkbar.

Bonn, im April 2018

Jana Mansen

Inhaltsverzeichnis

1. Teil

Einführung	29
A. Einleitung	29
B. Entstehung	30
C. Definitionen der Anlageberatung	33
I. Die aufsichtsrechtliche Anlageberatung	34
II. Die zivilrechtliche Anlageberatung	35
III. Abgrenzung	36
D. Anwendungsbereich der MiFID II	37
I. Persönlicher Anwendungsbereich der MiFID II	38
II. Sachlicher Anwendungsbereich der MiFID II	39
1. Emissionszertifikate und Warenderivate	39
2. Strukturierte Einlagen	40
3. Vermittlung von Fondsanteilen	41
4. Eigenemissionen	41
E. Harmonisierungsgrad	41
I. Der Harmonisierungsgrad im Allgemeinen	42
II. Der Harmonisierungsgrad der MiFID II	42
F. Verhältnis von Zivil- und Aufsichtsrecht	48
I. Rechtsnatur der Regelungen im WpHG	49
II. Mittelbare zivilrechtliche Wirkung der Wohlverhaltenspflichten	52
III. Weitergehende zivilrechtliche Pflichten möglich?	55
G. Kundenklassifikation	55

2. Teil

Zuwendungen	58
A. Zuwendungsregelungen für die unabhängige Beratungspraxis	58
I. Europäische Regelung	58

1. Der Interessenkonflikt durch Zuwendungen im Gesetzgebungsverfahren	58
2. Aktuelle Fassung des Art. 24 MiFID II	60
3. Vorbereitung der Level-2-Maßnahmen durch ESMA	62
a) Die Analyse für einen hinreichenden Marktüberblick	62
b) Organisatorische Trennung der Beratungsformen	64
c) Sonstige Anforderungen	64
4. Delegierte Rechtsakte der Kommission	65
a) Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 (MiFID II-DLRL)	65
aa) Die schnellstmögliche Auszahlung der erhaltenen Zuwendung	65
bb) Katalog zur Bestimmung der geringfügigen nicht-monetären Vorteile	65
cc) Das Analysekonto	66
b) Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 (MiFID II-DLVO)	67
aa) Die Marktanalyse	67
bb) Die organisatorische Trennung der Beratungsformen	68
cc) Aufklärungspflicht über die Beratungsform	68
c) Gesamtergebnis	69
5. Level-3-Maßnahmen	69
II. Zuwendungsregelungen im deutschen Recht	70
1. Regelungen vor der Umsetzung der MiFID II-Vorgaben	70
a) Zuwendungsverbot gem. § 31d WpHG	70
b) Rechtsprechung	72
aa) Kick-Back	72
(1) Definition: Rückvergütung	72
(2) Die Offenkundigkeit des Interessenkonflikts	73
(3) Die Offenkundigkeit des Interessenkonflikts bei freien Beratern	75
(4) Weitergehende Regelungen als im WpHG	78
(5) Kenntnis des Anlegers von Provisionszahlungen	78
(6) Fazit zu der Rechtsprechung über Rückvergütungen	78
bb) Innenprovisionen	79
(1) Innenprovisionen vor dem 01.08.2014	79
(2) Innenprovisionen nach dem 01.08.2014	80
cc) Aufklärung über Gewinnmargen	84
(1) Grundsätzlich keine Offenlegungspflicht	84
(2) Keine Offenlegung im Festpreisgeschäft	85
c) Fazit zu den Regelungen vor der Umsetzung	87
2. Umsetzungen der MiFID II-Vorschriften zur unabhängigen Beratung: Honoraranlageberatungsgesetz	87
a) Entstehung und Ziele des Honoraranlageberatungsgesetzes	87
b) Definition Honorar-Anlageberatung	89

c) Informationspflicht über die angebotene Beratungsform	89
aa) Form der Aufklärung	89
bb) Zeitpunkt der Informationspflicht	90
cc) Fazit	91
d) Die Finanzmarktanalyse	92
aa) Hinreichender Marktüberblick	92
bb) Keine rechtliche oder wirtschaftliche Verflechtung	94
e) Strengeres Zuwendungsverbot	94
aa) Indirekte Ausnahme	95
bb) Direkte Ausnahme	96
cc) Unterschiedliche Behandlung von monetären und nicht-monetären Zuwendungen	97
dd) Kritik	98
(1) Sinkendes Beratungsniveau und steigende Kosten	98
(2) Bagatellgrenze notwendig	99
(3) Keine Unabhängigkeit der Anlageentscheidung von der Provision?	100
f) Strengere nationale Zuwendungsregulierung im europäischen Vergleich	100
g) Zusätzliche Regelungen auf nationaler Ebene	101
aa) § 31 Abs. 4d WpHG	101
(1) Aufklärung über Interessenkonflikte	101
(2) Verbot von Festpreisgeschäften	103
bb) Honoraranlageberater-Register der BaFin	104
(1) Ausschließlich formelle Prüfung der Voraussetzungen	104
(2) Organisatorische Pflichten des WpDU	105
cc) Bezeichnungsschutz gem. § 36d WpHG	107
(1) Schutzzumfang: „Honorarberater“ erfasst?	107
(2) Schutzzumfang: Beraterbezeichnung nur noch für die Honorar-Anlageberatung?	108
(3) Andere Bezeichnung als auf europäischer Ebene	109
(4) Einführung einer geschützten Bezeichnung für die Provisionsberatung	110
3. Zwischenfazit zur Umsetzung der europäischen Vorgaben durch das HABG	111
4. Umsetzung der MiFID II-Vorgaben im 2. FiMaNoG	112
a) Änderungen der Kernregelungen des § 31 Abs. 4b-d WpHG	112
aa) Änderung des § 31 Abs. 4b WpHG	113
bb) Änderung des § 31 Abs. 4c WpHG	114
b) Änderung der Organisationspflichten	115
c) Die neue Definition der Honorar-Anlageberatung	116
aa) Erneute Aufklärung über die Beratungsform für Bestandskunden?	117
bb) Keine Definition für die „allgemeine“ Anlageberatung	118

d) Zwischenfazit	118
5. Auswirkungen auf das Zivilrecht?	119
a) Konkludenter Honorar-Anlageberatungsvertrag	119
b) Offenkundigkeit des Interessenkonflikts	119
c) Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB	120
6. Zwischenfazit	120
B. Zuwendungen für die abhängige Beratungspraxis	121
I. Europäische Regelungen	121
1. Die Zuwendungsregelung des Art. 24 Abs. 9 MiFID II	121
2. Vorbereitung der Level-2-Maßnahmen durch ESMA	122
3. Delegierte Richtlinie der Kommission	123
II. Die nationale Zuwendungsregelung	124
1. Die Zuwendungsregelung des § 31d WpHG	124
2. Vergleich der Regelungen	125
3. Die Umsetzung der MiFID II-Regelungen	126
a) Qualitätsverbesserung	127
b) Analyse als Zuwendung	128
c) Offenlegung	128
d) Herausgabe der Zuwendungen als Sanktion?	129
e) Zwischenfazit	129
4. Das Festpreisgeschäft als Zuwendung?	130
C. Die Lösung des Interessenkonflikts mittels Verbot – die britische Retail Distribution Review (RDR) als Vorbild?	132
I. Entwicklung	133
II. Änderungen durch die Retail Distribution Review (RDR)	138
1. Die Regelung	138
a) Einführung des Provisionsverbots	138
b) Einführung zwei verschiedener Beratungsformen	140
aa) Independent advice	141
(1) Merkmal der retail investment Produkte	141
(2) Merkmal des relevant market	142
(3) Anforderungen an die Merkmale Marktanalyse und unvoreingekommene Beratung	142
bb) Restricted advice	143
c) Inducements	145
d) Incentives	145
2. RDR Review	146
III. Zwischenfazit	150

D. Die Lösung des Interessenkonflikts mittels Aufklärung – die Behandlung von Provisionszahlungen in den Vereinigten Staaten von Amerika	153
I. Der Broker-Dealer	154
II. Der Investment Adviser	155
III. Fee-Only Financial Advice	157
IV. Aktuelle Gesetzesentwicklung	158
V. Zwischenfazit	161
E. Fazit zu den neuen Zuwendungsregelungen	162
I. Vergleich der Regelung in Deutschland, Großbritannien und den USA	162
II. Ist ein absolutes Provisionsverbot für Deutschland sinnvoll?	164
III. Auswertung der Experteninterviews zur Honorar-Anlageberatung	168
1. Allgemeiner Teil: Grundlegende Fragen zur Honorar-Anlageberatung	169
a) Keine spürbare Marktveränderung durch die Einführung des HABG	169
b) Kaum Bereitschaft des Kunden ein Honorar zu zahlen	171
c) Kenntnis der Beratungsformen durch Aufklärung	172
d) Fehlendes Angebot der Honorar-Anlageberatung aufgrund zu hoher Hürden?	172
aa) Personelle Trennung der Beratungsformen	173
bb) Fehlende Notwendigkeit einer zusätzlichen Einführung?	175
e) Strengere nationale Regelungen steigern die Anforderungen	176
aa) Annahmeverbot von kleineren nicht-monetären Vorteilen	176
bb) Bewertung des Bezeichnungsschutzes	177
2. Besonderer Teil: Fragen zur Umsetzung der besonderen Honorar-Anlageberatungsregelungen	178
a) Die Erfüllung des Merkmals „hinreichende Anzahl am Markt angebotener Finanzprodukte“	178
b) Die Existenz eines „gleichgeeigneten“ Produkts	179
c) Werbung mittels Auskehr von Provisionen möglich?	179
3. Fazit der Auswertung	180

3. Teil

Nachweis der Kosten	181
A. Europäische Regelungen	181
I. Die Transparenzregelung des Art. 24 Abs. 4 MiFID II	181
1. Ex-ante und ex-post Offenlegung	182
2. Form und Zeitpunkt der Bereitstellung der Kosteninformation	183
II. Level-2-Maßnahmen	184

1. ESMA's Vorschläge an die Kommission	184
a) Anwendungsbereich	185
b) Kostenberechnung	185
c) Zu berücksichtigende Kosten	186
d) Darstellung	186
e) Opt-Out-Regelungen	187
2. Delegierte Verordnung der Kommission	188
III. Level-3-Maßnahmen	189
B. Nationale Regelungen in Deutschland	189
I. Aktuelle Rechtslage im deutschen Recht	189
II. Umsetzung der MiFID II-Vorgaben	191
C. Fazit zu dem Nachweis der Kosten	193

4. Teil

Bessere Beratungsqualität durch neue Vorgaben für Anlageberater	196
A. Sachkundenachweis	196
I. Europäische Regelung	196
1. Die Sachkunderegelung der MiFID II	196
2. Konkretisierte Anforderungen in den delegierten Rechtsakten	197
3. ESMA's Sachkundeleitlinien als Level-3-Maßnahme	198
a) Anwendungsbereich	198
b) Allgemeine Regelungen: Kenntnisse und Kompetenzen	199
c) Jährliche Review	200
d) Mitarbeiter ohne hinreichende Qualifikation	201
e) Spezielle Anforderungen an den einzelnen Anlageberater	201
f) Zwischenfazit	204
II. Die Sachkunderegelungen in Deutschland	204
1. Die Anforderungen an die Beratersachkunde vor Umsetzung der europäischen Regelungen	204
a) Allgemeine Voraussetzungen	204
b) Der Paradigmenwechsel	205
c) Die Sachkunde des Beraters	206
d) Die Zuverlässigkeit des Beraters	207
e) Die Anzeigeverpflichtung des WpDU	208
f) Sanktionen	209
2. Die Umsetzung der MiFID II-Vorgaben im 2. FiMaNoG	210

- 3. Die Umsetzung der MiFID II-Vorgaben in der WpHGMaAnzV 210
 - a) Neue Sachkundeanforderungen 211
 - b) Praktischer Fähigkeitsnachweis 212
 - c) Nachweis der Sachkunde 212
 - d) Zwischenfazit zur Umsetzung der neuen Sachkundeanforderungen 212
- 4. Expertenansicht zur praktischen Auswirkung der neuen Sachkunderegelungen 213
- 5. Zwischenfazit 214
- III. Sachkunderegelungen in Großbritannien 215
 - 1. Regelungen nach der RDR 216
 - 2. Erweiterung der Regelungen 218
 - 3. Vergleich und Bewertung 218
- IV. Die Sachkunderegelungen in den Vereinigten Staaten von Amerika 220
 - 1. Die Regelungen für Investment Adviser 220
 - 2. Die Regelungen für Broker-Dealer 220
 - 3. Vergleich und Bewertung 221
- V. Fazit zu den neuen Sachkundeanforderungen 222
- B. Mitarbeitervergütung ohne Anreize zur Falschberatung 224
 - I. Europäische Regelungen 224
 - 1. Die Vergütungsregelungen der MiFID II 224
 - 2. Konkretisierte Anforderungen in der delegierten Verordnung 226
 - a) ESMA's Vorschläge an die Kommission 226
 - b) Die Regelungen der MiFID II-DLVO 227
 - II. Die Vergütungsregelungen in Deutschland 228
 - 1. Die Vergütungsregelungen vor der Umsetzung der europäischen Anforderungen 228
 - 2. Die Umsetzung der MiFID II-Vorgaben im 2. FiMaNoG 230
 - III. Vergütungsregelungen in Großbritannien 231
 - IV. Ein Ausblick auf die Regelungen der Vereinigten Staaten von Amerika 232
 - V. Vergleich und Fazit 233
- C. Gesamtergebnis 234

5. Teil

- Die Aufzeichnung der elektronischen Kundenkommunikation** 235
- A. Die europäische Regelung 235
 - I. Die Aufzeichnungspflichten des Art. 16 Abs. 6 und 7 MiFID II 235
 - 1. Hintergrund der Einführung der Aufzeichnungspflicht 236
 - 2. Die Voraussetzungen der Aufzeichnungspflicht 236

3. Die praktischen Umsetzungsvoraussetzungen	238
II. ESMA's Regelungsvorschläge an die Kommission	239
1. Anknüpfung an die CESR-Regelungen	239
2. Reichweite der Aufzeichnungspflicht	240
3. Die Alternative des persönlichen Gesprächs	241
4. Die Informationspflicht über die Aufzeichnung und die Herausgabepflicht ..	242
5. Die Festlegung von internen Aufzeichnungsleitlinien	243
6. Die Anforderungen an die Speicherung und die Kontrolle der Aufzeichnungen	244
III. Konkretisierte Anforderungen durch die delegierten Rechtsakte	245
1. Datenschutzrechtliche Aspekte	245
a) Der Schutzbereich	246
b) Eingriff in den Schutzbereich	247
c) Einschränkung	248
aa) Der Wesensgehalt und die Gemeinwohlziele	248
bb) Verhältnismäßige Einschränkung	249
(1) Gleichgeeignetes und effektives Mittel	249
(2) Klare und präzise Regelung	250
(3) Keine Ausnahmeregelung	251
(4) Fehlende Ausgestaltung der Speicherung	252
(5) Verhältnismäßigkeit i. e. S.	253
2. Fazit	255
IV. ESMA's Q&As als Level-3-Maßnahmen	256
B. Die Aufzeichnungsregelungen in Deutschland	257
I. Die Aufzeichnungsregelungen vor der Umsetzung	257
II. Die Umsetzung der MiFID II-Vorgaben im 2. FiMaNoG	261
1. Die Umsetzung unter Berücksichtigung des Datenschutzes?	261
a) Anwendungsbereich der Aufzeichnungspflicht	262
b) Umsetzungsmaßnahmen und Informationspflichten	264
c) Dokumentationspflichten bei persönlichen Gesprächen	265
d) Die Ausgestaltung der Herausgabepflicht	266
e) Die Anforderungen an die Aufbewahrung und Speicherung	266
f) Zwischenfazit	267
2. Arbeitsrechtliche Aspekte	268
3. Praxismeinungen der interviewten Experten	269
III. Zwischenfazit zur neuen deutschen Aufzeichnungspflicht	270
C. Die Aufzeichnungsregelungen in Großbritannien	271
D. Aufzeichnungsregelungen in den Vereinigten Staaten von Amerika	274
I. Die Regelungen für Broker-Dealer	275

II. Aufzeichnungsregelungen des Dodd-Frank Act für Swaps 276
 III. Die Regelungen für Investment Adviser 277
 IV. Zwischenfazit zu den amerikanischen Anforderungen 278
 E. Vergleich, Fazit und Ausblick 278

6. Teil

Suitability 280

A. Europäische Regelungen 280
 I. Die neuen Anforderungen der MiFID II 280
 1. Die Geeignetheitsprüfung (Suitability Test) 280
 a) Neue Kriterien im Rahmen der Geeignetheitsprüfung 280
 b) Zusätzliches Kriterium des Kundeninteresses 281
 c) Die kontinuierliche Geeignetheitsprüfung 281
 2. Die Geeignetheitserklärung (Suitability Report) 282
 a) Ausnahmeregelung zur telefonischen Beratung 282
 b) Der Anwendungsbereich 283
 II. ESMA's Vorschläge an die Kommission 284
 1. Die Geeignetheitsprüfung 284
 a) Anwendungsbereich der Geeignetheitsprüfung 284
 b) Inhaltliche Anforderungen der Geeignetheitsprüfung 285
 c) Einzuholende Informationen 286
 2. Die Geeignetheitserklärung (Suitability Report) 286
 3. Zwischenfazit 287
 III. Delegierte Verordnung der Kommission 287
 1. Übernommene Regelungen von ESMA 287
 2. Regelungen unabhängig von ESMA's Vorschlägen 290
 3. Keine Definition der „neuen“ Merkmale 291
 a) Bestimmung der Fähigkeit Verluste zu tragen 291
 b) Bestimmung der Risikotoleranz 292
 c) Zwischenfazit 293
 IV. ESMA's Q&As Investor Protection als Level-3-Maßnahme 293
 B. Deutsche Regelung 294
 I. Regelungen vor der Umsetzung 295
 1. Geeignetheitsprüfung – neue Anforderungen bereits vorhanden 295
 2. Der deutsche Suitability Report in Form des Beratungsprotokolls 297
 3. Die Anforderungen der MaComp 300
 4. Vergleich der bestehenden Regelungen mit den MiFID II-Vorgaben 301

II. Die Umsetzung der MiFID II-Vorgaben im 2. FiMaNoG	302
1. Die Geeignetheitsprüfung	302
2. Die Geeignetheitsklärung (Suitability Report)	303
3. Kritik an der Umsetzung	305
a) Keine zivilrechtlichen Regelungen	305
b) Geringere Intensität der Erläuterung der Geeignetheitsprüfung?	305
c) Genauer Aushändigungszeitpunkt des Protokolls	306
d) Aufhebung des Rücktrittsrechts	307
e) Keine Einführung einer Beweislastumkehr	307
aa) Aufhebung des information overloads durch Standardisierung?	308
bb) Das Beratungsprotokoll als Beweismittel im Prozess	309
4. Fazit zur Umsetzung	312
C. Die Anforderungen an die Geeignetheitsprüfung und deren Dokumentation in Groß- britannien	312
I. Der Suitability Test	312
II. Der Suitability Report	315
III. Die aktuelle Entwicklung	316
D. Die Geeignetheitsprüfung und deren Dokumentation in den Vereinigten Staaten von Amerika	317
I. Die Regelungen für Investment Adviser	317
II. Die Regelungen für Broker-Dealer	318
E. Gesamtfazit	319
I. Vergleich der Regelungen in Deutschland, Großbritannien und den Vereinigten Staaten von Amerika	319
II. Bewertung der neuen Anforderungen	321
F. Exkurs: Angemessenheitsprüfung und Execution-Only-Geschäft	322
I. Die Angemessenheitsprüfung	322
II. Das Execution-Only-Geschäft	322
1. Konkretisierte Anforderungen in der MiFID II-DLVO	323
2. Umsetzung der neuen Anforderungen im 2. FiMaNoG	324

7. Teil

Weitere Informationspflichten der WpDU	325
A. Allgemeine Anforderungen an die Informationspflichten	325
I. Europäische Regelung	325
1. Die Informationsanforderungen der MiFID II	325

- 2. ESMA's Vorschläge an die Kommission 326
 - a) Ergänzung des Art. 27 MiFID I-DRL 326
 - b) Ergänzung des Art. 31 MiFID I-DRL 327
- 3. Konkretisierte Anforderungen in den delegierten Rechtsakten 327
 - a) Faire, klare und nicht irreführende Information 328
 - b) Informationen über Finanzinstrumente 328
- 4. Zwischenfazit 329
- II. Deutsche Regelungen 330
 - 1. Informationspflichten vor der Umsetzung 330
 - 2. Umsetzung der MiFID II-Vorgaben im 2. FiMaNoG 331
- B. Exkurs: Information zur Ausführung im besten Kundeninteresse 332
 - I. Informationspflicht über Ausführungsplätze 333
 - II. Jährliche Publizität der Handelsplätze 333
 - III. Informationspflicht zur Wahl der Handelsplätze 333
 - IV. Fazit 334

8. Teil

Product Governance im Vertrieb 335

- A. Europäische Regelungen 335
 - I. Anforderungen an den Produkthersteller 336
 - II. Anforderungen an den Vertrieb und deren Auswirkungen auf die Anlageberatung 337
 - 1. MiFID II-Regelungen für den Vertrieb 337
 - a) Direkte Pflichten gem. Art. 16 Abs. 3 UA 6 MiFID II 337
 - b) Anwendbarkeit der weiteren Product Governance Regelungen auf den Vertrieb 338
 - aa) Überprüfungspflicht gem. Art. 16 Abs. 3 UA 4 MiFID II 338
 - bb) Produktgenehmigungsverfahren gem. Art. 16 Abs. 3 UA 2 MiFID II 339
 - cc) Inhaltliche Anforderungen der Überprüfungspflicht gem. Art. 16 Abs. 3 UA 4 MiFID II 340
 - (1) Regelmäßige Überprüfung: Zeitpunkt 340
 - (2) Regelmäßige Überprüfung: Dauer 341
 - (3) Maßnahmen bei negativem Prüfergebnis 342
 - (a) Mitteilungspflicht an den Hersteller? 342
 - (b) Handlungsalternativen 343
 - c) Das Merkmal des Zielmarkts 343
 - aa) Inhaltsbestimmung 343
 - bb) Berücksichtigung des Zielmarktkriteriums in der Anlageberatung 344
 - (1) Verkauf außerhalb des Zielmarkts ohne Empfehlung 344

(2) Empfehlung außerhalb des Zielmarkts	344
(3) Hinweispflicht bei Empfehlung außerhalb des Zielmarkts	345
d) Zwischenfazit	346
2. Konkretisierte Anforderungen durch die delegierten Rechtsakte	346
a) ESMA's Vorschläge an die Kommission	346
aa) Keine Definition	347
bb) Zielmarktbestimmung des Vertriebs	347
cc) Kommunikation zwischen Vertrieb und Hersteller	348
dd) Kein Maßnahmenkatalog	348
ee) Vertrieb außerhalb des Zielmarkts	349
b) Die Regelungen des Art. 10 MiFID II-DLRL	349
aa) Kein eigenständiger Zielmarkt des Vertriebs	349
bb) Die Produktüberwachungsanforderung	350
cc) Die Informationspflicht	350
c) Zwischenfazit	351
3. ESMA-Leitlinien als Level-3-Maßnahme	351
a) Die Zielmarktbestimmung	351
aa) Zeitpunkt der Festlegung	352
bb) Allgemeine Anforderungen an die Zielmarktbestimmung	353
cc) Besondere Kriterien zur Bestimmung des Zielmarkts	353
b) Verkauf und Empfehlung außerhalb des positiven und negativen Zielmarkts möglich?	354
c) Anforderungen zur Informationsübermittlung an den Hersteller	355
d) Zwischenfazit	355
B. Deutsche Regelungen	356
I. Anforderungen in der MaComp und der MaRisk	356
II. Umsetzung der europäischen Vorgaben durch das Kleinanlegerschutzgesetz ...	357
III. Umsetzung der europäischen Vorgaben durch das 2. FiMaNoG	359
1. Änderungen im WpHG	359
2. Änderungen in der WpDVerOV	361
3. Fazit zur Umsetzung	363
4. Das 2. FiMaNoG final	363
IV. Zivilrechtliche Auswirkungen bei Nichtbeachtung der neuen Regelungen	364
1. Product Governance als Grundprinzip?	364
2. Anlage- und anlegergerechte Beratung	366
3. Deliktsrechtlicher Schadensersatzanspruch	367
V. Fazit zu den neuen Product Governance Anforderungen	367

9. Teil

Gesamtfazit 369

Anhang: Experteninterviews 375

A. Experteninterview mit Stefan Adam 375

 I. Honoraranlageberatung allgemein 375

 II. Honoraranlageberatung im Detail 377

 III. Fragen zur MiFID II allgemein 379

B. Experteninterview mit Christian Ahlers 381

 I. Honoraranlageberatung allgemein 381

 II. Honoraranlageberatung im Detail 385

 III. Fragen zur MiFID II allgemein 387

C. Experteninterview mit Dirk Beule 389

 I. Honoraranlageberatung allgemein 389

 II. Honoraranlageberatung im Detail 391

 III. Fragen zur MiFID II allgemein 393

D. Experteninterview mit Dr. Henning Bergmann und Dr. Arne Hertel 395

 I. Honoraranlageberatung allgemein 395

 II. Honoraranlageberatung im Detail 397

 III. Fragen zur MiFID II allgemein 398

E. Experteninterview mit Dr. Denise Blessing und Dr. Barbara Roth, LL.M. 401

 I. Honoraranlageberatung allgemein 401

 II. Honoraranlageberatung im Detail 403

 III. Fragen zur MiFID II allgemein 404

F. Experteninterview mit Volker Bröcker 406

 I. Honoraranlageberatung allgemein 406

 II. Honoraranlageberatung im Detail 407

 III. Fragen zur MiFID II allgemein 409

G. Experteninterview mit Dr. Markus Engel und Winfried Hager 412

 I. Honoraranlageberatung allgemein 412

 II. Honoraranlageberatung im Detail 413

 III. Fragen zur MiFID II allgemein 415

H. Experteninterview mit Markus Feck 417

 I. Honoraranlageberatung allgemein 417

 II. Honoraranlageberatung im Detail 419

 III. Fragen zur MiFID II allgemein 420

I. Experteninterview mit Andreas Herrmann	422
I. Honoraranlageberatung allgemein	422
II. Honoraranlageberatung im Detail	424
III. Fragen zur MiFID II allgemein	426
J. Experteninterview mit Stefan Herting und Sascha Alpers	428
I. Honoraranlageberatung allgemein	428
II. Honoraranlageberatung im Detail	432
III. Fragen zur MiFID II allgemein	434
K. Experteninterview mit Dr. Jörg Jäger	437
I. Honoraranlageberatung allgemein	437
II. Honoraranlageberatung im Detail	439
III. Fragen zur MiFID II allgemein	440
L. Experteninterview mit Fabian Jenner und Dr. Till Schmidt	444
I. Honoraranlageberatung allgemein	444
II. Honoraranlageberatung im Detail	446
III. Fragen zur MiFID II allgemein	447
M. Experteninterview mit Dr. Diedrich Lange	449
I. Honoraranlageberatung allgemein	449
II. Honoraranlageberatung im Detail	451
N. Experteninterview mit Nikolai Lenarz, LL.M.	455
I. Honoraranlageberatung allgemein	455
II. Honoraranlageberatung im Detail	457
III. Fragen zur MiFID II allgemein	458
O. Experteninterview mit Armin Majic	460
I. Honoraranlageberatung allgemein	460
II. Honoraranlageberatung im Detail	462
III. Fragen zur MiFID II allgemein	463
P. Experteninterview mit Peter Michels und Peter Backes	465
I. Honoraranlageberatung allgemein	465
II. Honoraranlageberatung im Detail	468
III. Fragen zur MiFID II allgemein	469
Q. Experteninterview mit Peter Paulisan, Zerroug Yahiaoui und Markus Ginsel	472
I. Honoraranlageberatung allgemein	472
II. Honoraranlageberatung im Detail	474
III. Fragen zur MiFID II allgemein	477

R. Experteninterview mit Dierk Siewert	479
I. Honoraranlageberatung allgemein	479
II. Honoraranlageberatung im Detail	485
S. Experteninterview mit Dirk Stachowiak	494
I. Honoraranlageberatung allgemein	494
II. Honoraranlageberatung im Detail	496
III. Fragen zur MiFID II allgemein	497
T. Experteninterview mit Sven Witteck	499
I. Honoraranlageberatung allgemein	499
II. Honoraranlageberatung im Detail	503
III. Fragen zur MiFID II allgemein	504
Literaturverzeichnis	508
Sachwortregister	532

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
Abl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AnsFuG	Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts
APFA	Association of Professional Financial Advisers
Art.	Artikel
Artt.	Artikeln
Aufl.	Auflage
ausf.	ausführlich
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankR	Bankrecht
BB	Betriebs-Berater – Zeitschrift für Recht, Steuern und Wirtschaft
BDV	Bundesverband deutscher Vermögensberater
Begr.	Begründung
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIC	Best Interest Contract
BICE	Best Interest Contract Exemption
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMELV	Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz
BR-Drs.	Bundesrat-Drucksache
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestag-Drucksache
BVerfG	Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
bzw.	beziehungsweise
CAR	customer agreed remuneration
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	Committee of European Securities Regulators
C.O.B.	Compliance Officer Bulletin
COBS	Conduct of Business Sourcebook
Conn. Ins. L. J.	Connecticut Insurance Law Journal
CPD	Continuing Professional Development
DAV	Deutscher Anwaltsverein

DB	Der Betrieb
DEA	Designated Examin Authority
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
DK	Die Deutsche Kreditwirtschaft
DLRL	Delegierte Richtlinie
DLVO	Delegierte Verordnung
DOL	U.S. Department of Labor
DRL	Durchführungsrichtlinie
DSGVO	Datenschutzgrundverordnung
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
DVO	Durchführungsverordnung
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organization Law Review
ECON	Economic and Monetary Affairs Committee
EGV	EG-Vertrag – Vertrag zur Gründung der europäischen Gemeinschaft
EIOPA	European Insurance And Occupational Pensions Authority
ERISA	Employee Retirement Income Security Act of 1974
ErwG.	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-VO	Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörden-Verordnung
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
f./ ff.	folgende/ fortfolgende
FAMR	Financial Advice Market Review
FAWG	Financial Advice Working Group
FCA	Financial Conduct Authority
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FinVermV	Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung
Fn.	Fußnote
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift
FSA	Financial Service Authority
gem.	gemäß
Geo. Wash. L. Rev.	The George Washington Law Review
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
grds.	grundsätzlich
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HABG	Honorar-Anlageberatungsgesetz
HdB	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
HS	Halbsatz

IAA	Investment Adviser Act
IDD	initial disclosure document
IDD-RL	Insurance Distribution Directive
i.E.	im Ergebnis
IFA	independent financial adviser
insb.	insbesondere
i.S.d.	im Sinn des
i.S.e.	im Sinne eines
Iss.	Issue
i.V.m.	in Verbindung mit
JW	Juristische Woche (Zeitschrift)
KapitalanlageR	Kapitalanlagerecht
KapMR	Kapitalmarktrecht
KK	Kölner Kommentar
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	littera
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
mind.	mindestens
MüKo	Münchener Kommentar
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NAPFA	Association of Personal Financial Advice
NASD	National Association of Securities Dealers
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
N.Y.U. L. & Bus.	NYU Journal of Law & Business
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
§	Paragraph
§§	Paragraphen
PIA	Personal Investment Authority
PFS	Personal Finance Society
Q.J. ECON	The Quarterly Journal of Economics
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RDR	Retail Distribution Review
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
S.	Satz
s.	siehe
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities Exchange Commission
SIB	Securities Investment Board
SJ	The Solicitors' Journal
SPS	Statement of Professionalism Standing
SRO	Self-Regulatory Organization

St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
SYSC	Senior Management Arrangements, Systems and Controls Sourcebook
TA	Technical Advice
TC	Training and Competence Sourcebook
UA	Unterabsatz
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
VAB	Verband der deutschen Auslandsbanken e.V.
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	vergleiche
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
Vol.	Volume
Vorb.	Vorbemerkung
VuR	Verbraucher und Recht
vzbv	Verbraucherzentrale Bundesverband e.V.
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht – Wertpapiermitteilung
WpDU	Wertpapierdienstleistungsunternehmen
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHGMaAnzV	WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

1. Teil

Einführung

A. Einleitung

Die Finanzmarktkrise im Jahr 2008 hat auf drastische Art und Weise die Schwächen – und vor allem Lücken – in dem bis dato bestehenden regulatorischen Rahmen der Anlageberatung aufgezeigt. Daher sahen sich die Verantwortlichen gezwungen, diesen grundlegend zu überarbeiten und auf die neue Situation an den Finanzmärkten anzupassen.¹ Die Märkte haben sich weiterentwickelt und sind vielschichtiger geworden.² Zudem steigt die Anzahl der angebotenen Finanzprodukte kontinuierlich, da diese fortlaufend neu entwickelt werden.³ Gleichzeitig werden die Finanzprodukte immer komplexer.⁴ So wurde die Finanzmarkttrichtlinie MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive)⁵ als Nachfolgeregelung zur MiFID⁶, (im Folgenden als MiFID I bezeichnet) implementiert. Zusätzlich wurde die

¹ Vgl. ErwG. Nr. 3 und 4 der MiFID II, Richtlinie 2014/65/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, Abl. EU L 173/349, v. 12. 6. 2014, im Folgenden nur MiFID II; *Kurz*, DB 2014, 1182; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 438; *Salewski*, GWR 2012, 265; *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn. 1.

² *Kurz*, DB 2014, 1182; *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 313; *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn. 1.

³ *Kurz*, DB 2014, 1182; *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 313; *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn. 1.

⁴ *Kurz*, DB 2014, 1182; *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 313; *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn. 1.

⁵ s. Fn. 1.

⁶ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 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, Abl. EU L 145/1 v. 30. 04. 2004. Diese trat am 21. 04. 2004 in Kraft und wurde 2006 von einer Durchführungsrichtlinie, Richtlinie 2006/73/EG der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, Abl. EU L 241/26 v. 02. 09. 2006, im Folgenden MiFID I-DRL, begleitet, die im Wesentlichen Begriffsbestimmungen und organisatorische Anforderungen für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach Art. 13 MiFID I beinhaltet.

MiFIR⁷ als Verordnung festgesetzt, die ohne nationalen Umsetzungsakt direkte Anwendung findet⁸ und Begriffsbestimmungen und Transparenzgebote für die jeweiligen Handelsplätze beinhaltet. Neben diesen Primärrechtsakten wurden delegierte Rechtsakte in Form von Richtlinien und Verordnungen zur Umsetzung erlassen.

Die MiFID II stellt für alle Mitgliedstaaten der Europäischen Union ein verbindliches rechtliches Fundament für Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten in der EU dar.⁹ Somit lässt sich bereits hier festhalten, dass die MiFID II nicht die Aufgabe der punktuellen Erneuerung ihrer Vorgängerregelung hat, sondern ein eigenständiges, darüberhinausgehendes gemeinsames neues Regelwerk bildet. Mithin ist sie das „Herzstück der europäischen Finanzmarktregulierung“¹⁰. Schließlich betreffen die neuen Regelungsstandards der MiFID II das gesamte Geschäft der Banken und Finanzakteure, da der Ablauf der Produkterstellung bis hin zum Vertrieb neu strukturiert und reglementiert wird.¹¹

Im Folgenden sollen die neuen Regelungen der MiFID II ausschließlich auf ihre Auswirkungen für die Anlageberatung in Deutschland untersucht, an wesentlichen Punkten Abweichungen zu anderen Mitgliedsländern aufgezeigt und diese am System des amerikanischen Kapitalmarkts erörtert werden. Um den Hintergrund und die unterschiedliche Herangehensweise an die hinter den Regelungen stehenden Konfliktpotenziale aufzuzeigen, soll jedoch nur auf die mitgliedstaatlichen Regelungen der anderen Rechtsordnungen vor der Umsetzung der MiFID II eingegangen werden, da durch Umsetzung dieser vergleichbare Regelungen entstehen.

B. Entstehung

Es stand außer Frage, dass es zu einer neuen Regelung für die europäischen Finanzmärkte kommen würde. Unsicher war jedoch lange wann und vor allem wie. So legte bereits am 20.10.2011 die Europäische Kommission einen ersten Entwurf für die neuen Regelungen der MiFID II und der MiFIR vor,¹² dem am 08.12.2010 eine Konsultation zur Überarbeitung der MiFID I voranging.¹³ Im Überarbeitungsverlauf legten aufgrund von Uneinigkeiten über die Regelungsreichweite sowohl das Eu-

⁷ Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, Abl. EU L 173/84 v. 12.06.2014, im Folgenden MiFIR.

⁸ Vgl. Art. 55 MiFIR.

⁹ Philipp, EuZW 2014, 483.

¹⁰ Balzer, in: MiFID II/MiFIR, Rn. 1.

¹¹ Lange, DB 2014, 1723 f.; Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437, 438.

¹² Kurz, DB 2014, 1182; Lange, DB 2014, 1723.

¹³ Europäische Kommission, Public Consultation – Review of the Markets Financial Instruments Directive (MiFID); Balzer, in: MiFID II/MiFIR, Rn. 3.

ropäische Parlament,¹⁴ als auch der Europäische Rat¹⁵ Änderungsentwürfe vor.¹⁶ Auf der Grundlage aller Entwürfe konnten im Rahmen der sog. Trilog-Verhandlung zwischen Kommission, Rat und Parlament¹⁷ letztlich alle streitigen Punkte bis zum 14.01.2014 ausgeräumt und weitere offene Themen auf politischer Ebene abschließend geklärt werden.¹⁸ Nachdem die Richtlinie und die Verordnung das EU Parlament passiert hatten¹⁹ und durch den Rat verabschiedet worden sind,²⁰ traten sie, 20 Tage nach Veröffentlichung, im Amtsblatt der Europäischen Union, am 02.07.2014 in Kraft.

Da die Richtlinie und die Verordnung ergänzungs- und auslegungsbedürftig sind, wurde die Kommission diesbezüglich gem. Artt. 290, 291 AEUV zum Erlass delegierter Rechtsakte befugt, um den Mitgliedstaaten die Umsetzung zu erleichtern.²¹ Die Grundlagen für die Konkretisierung erarbeitet die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde, die European Securities and Markets Authority (ESMA). Sie bereitet die sog. Level-2-Maßnahmen in der Form von delegierten Rechtsakten und technischen Standards vor, die durch die EU-Kommission im Endorsment-Verfahren angenommen und verabschiedet werden.²² Zwar bat die Kommission ESMA bereits am 23.04.2014 Technical Advices zu formulieren,²³ woraufhin diese auch zügig im

¹⁴ Die Änderungsvorschläge des Europäischen Parlaments zur MiFID II und MiFIR wurden am 26.10.2012 veröffentlicht und werden als Änderungsvorschläge EP bezeichnet. *Europäisches Parlament*, Änderungen v. 26.10.2012 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (Neufassung), COM(2011) 0656 – C7–0382/2011–2011/0298(COD), P7_TA-PROV(2012)0406.

¹⁵ Der Rat veröffentlichte am 20.06.2012 den sog. Presidency Compromise, der als zweiter Entwurf zur MiFID II und MiFIR die Entwürfe der Europäischen Kommission ersetze, *Europäischer Rat*, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast) – Presidency Compromise of 20 June 2012, 2011/0298 (COD); Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation (EMIR) on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories – Presidency Compromise of 20 June 2012, 2011/0296 (COD); s. dazu *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn 6 f.

¹⁶ *Kurz*, DB 2014, 1182.

¹⁷ Diese dauerte von Juli 2013 bis Januar 2014 an.

¹⁸ *Kurz*, DB 2014, 1182; *Lange*, DB 2014, 1273; *Barnier*, Pressemitteilung v. 14.01.2014; *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn 4.

¹⁹ Am 15.04.2014.

²⁰ Am 13.05.2014.

²¹ *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn 6 f.

²² *Kurz*, DB 2014, 1182; *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn 6 f.; *Eichhorn/Klebeck*, RdF 2014, 1, 2.

²³ *Balzer*, in: MiFID II/MiFIR, Rn 8.