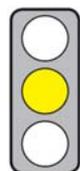


KERNPUNKTE

Ziele der Richtlinie: Die Kommission verstärkt die Regulierung der Handelsplätze, die Aufsicht über den Handel mit Finanzinstrumenten sowie den Anlegerschutz.

Betroffene: Anleger, Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, Handelsplätze, Aufsichtsbehörden.



Pro: (1) Die Einstufung bestimmter außerbörslicher Handelsplattformen als OTF-Handelsplatz beseitigt ungerechtfertigte Wettbewerbsvorteile.

(2) Von Handelsplätzen festgelegte Positionslimits erhöhen die Funktionsfähigkeit der Märkte.

Contra: (1) Energieproduzenten und Unternehmen, die mit Warenderivaten Risiken absichern, sollten nicht als zulassungspflichtige Finanzdienstleister angesehen werden.

(2) Die Verleihung des Prädikats „unabhängig“ an die Honorarberatung ist der falsche Weg. Entweder die Kommission akzeptiert die Präferenzen der Anleger für eine provisionsabhängige Beratung oder sie erhöht die Transparenzanforderungen für Provisionen.

(3) Von der Kommission festgelegte Positionslimits bergen das Risiko politischer Opportunität.

INHALT

Titel

Vorschlag KOM(2011) 656 vom 20.10.2011 für eine **Richtlinie** des Europäischen Parlaments und des Rates **über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)** zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG (Neufassung).

Kurzdarstellung

► Allgemeines und Ziele

- Die Richtlinie bildet mit der gleichzeitig von der Kommission vorgeschlagenen Verordnung [KOM(2011) 652, im Folgenden: Verordnung, s. [CEP-Analyse](#)] den rechtlichen Rahmen für die „Erbringung von Wertpapierdienstleistungen“ (Begründung S. 1).
- Die bisherige MiFID-Richtlinie (2004/39/EG) wird zum Teil durch die vorliegende Richtlinie neu gefasst und zum Teil durch die Verordnung ersetzt (Erwägungsgrund 7, Art. 98).
- Die Richtlinie enthält Vorschriften über die Handelsplätze und den dort stattfindenden Handel, über den Anlegerschutz und über Möglichkeiten, in das Handelsgeschehen einzugreifen (Positionslimits und -management).
- Ziel der Richtlinie ist es, die EU-Finanzmärkte transparenter und effizienter zu gestalten, den Anlegerschutz zu verbessern und die Aufsicht zu stärken (Begründung S. 1 und 6, Erwägungsgrund 4).

► Handelsplätze

- Die Richtlinie und die Verordnung unterscheiden drei „Handelsplätze“ (Art. 2 der Verordnung):
 - Geregelte Märkte (regulated markets, RM) sind die traditionellen, staatlich genehmigten Börsen.
 - Multilaterale Handelssysteme (multilateral trading facilities, MTF) sind börsenähnliche Handelssysteme, die geringeren Anforderungen z.B. bei der Zulassung von Finanzinstrumenten unterliegen.
 - Organisierte Handelssysteme (organised trading facilities, OTF) sind Handelssysteme, die nicht als MTF oder RM gelten und in denen Kauf- und Verkaufsinteressen auf organisierte Weise, häufig automatisiert, zusammengeführt werden. Sie werden erstmals als „Handelsplatz“ klassifiziert und unterliegen demnach strengeren Transparenzvorschriften als bisher (näher dazu s. [CEP-Analyse](#) der Verordnung). Zu den OTF zählen insbesondere von Wertpapierfirmen betriebene Broker Crossing Networks, die „interne elektronische Systeme“ nutzen, um wechselseitige Interessen zusammenzuführen (Erwägungsgrund 7 der Verordnung).
- RM, MTF und OTF bringen die Interessen einer Vielzahl von Käufern und Verkäufern von Finanzinstrumenten zusammen. RM und MTF haben allerdings – im Gegensatz zu OTF – keinen Ermessensspielraum bei der Zusammenführung von Kundenaufträgen. (Art. 2 Abs. 5, 6, 7 der Verordnung)

► Geltungsbereich

- Die Richtlinie regelt die Aktivitäten von Wertpapierfirmen, Kreditinstituten und Handelsplätzen (Art. 1 Abs. 1 und 3).
- Die Richtlinie gilt insbesondere nicht für
 - Versicherungsunternehmen (Art. 2 Abs. 1 lit. a),
 - Personen, die auf eigene Rechnung handeln, es sei denn, sie tun dies im Zusammenhang mit Kundenaufträgen oder sind Mitglied oder Teilnehmer eines RM oder MTF (Art. 2 Abs. 1 lit. d und i),
 - Personen, die als Mitglied oder Teilnehmer eines RM oder MTF für eigene Rechnung mit Warenderivaten oder Emissionszertifikaten handeln, falls dieser Handel nur eine Nebentätigkeit darstellt und die Unternehmensgruppe keine Bank- oder Wertpapierdienstleistungen als Haupttätigkeit erbringt (Art. 2 Abs. 1 lit. d und i); die Kommission legt in delegierten Rechtsakten fest, wann eine Tätigkeit eine Nebentätigkeit darstellt (Art. 2 Abs. 3).

- Emissionszertifikate werden als neues „Finanzinstrument“ in die Regulierung aufgenommen (Erwägungsgrund 9, Anhang I Abschnitt C Ziffer 11).
- ▶ **Vorschriften über die Handelsplätze**
- Zulassung der Handelssysteme**
 - Geregelt Märkte bedürfen einer Zulassung durch die nationale Aufsichtsbehörde (Art. 47).
 - Der Betrieb eines MTF oder OTF gilt als Wertpapierdienstleistung (Anhang I Abschnitt A Ziffer 8 und 10, Art. 2 Abs. 6 und 7 der Verordnung). Der Betreiber muss deshalb die Zulassungsregeln für Wertpapierfirmen und die Bestimmungen über deren Tätigkeit einhalten (Art. 5 Abs. 1 und 2, Titel II).
- Organisatorische Anforderungen**
 - Die organisatorischen Anforderungen an die Handelsplätze sind weitestgehend identisch (Begründung S. 6). So müssen alle Handelsplätze transparente und faire Regeln für den Handel festlegen und über transparente Kriterien für die Aufnahme von Finanzinstrumenten verfügen (Art. 18 Abs. 1-3, Art. 50 lit. d, Art. 52 Abs. 1).
 - Im Gegensatz zu RM und MTF dürfen OTF
 - auf Vorkehrungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen dem Handelsplatz und seinen Eigentümern oder Betreibern verzichten (Art. 19 Abs. 3, Art. 50 lit. a),
 - über ihre Mitglieder und Akteure auf ihrem Handelsplatz frei entscheiden (Art. 19 Abs. 2, Art. 55 Abs. 3),
 - für die Ausführung von Kundenaufträgen kein eigenes Kapital einsetzen, um ihre Neutralität hinsichtlich sämtlicher Geschäfte zu wahren (Begründung S. 7, Art. 20 Abs. 1).
- Belastbarkeit der Handelssysteme**
 - RM und MTF müssen sicherstellen, dass
 - ihre Handelssysteme „belastbar“ sind und über hinreichend Kapazität verfügen, um auch in Stressphasen einen „ordnungsgemäßen Handel“ zu gewährleisten (Art. 51 Abs. 1, Art. 19 Abs. 4),
 - die algorithmischen Handelssysteme auf ihrem Markt keine „marktstörenden Handelsbedingungen“ schaffen oder zu diesen beitragen (Art. 51 Abs. 3, Art. 19 Abs. 4).
 - RM und MTF dürfen nur dann Kundenaufträge ablehnen und bei „erheblichen Preisbewegungen“ den Handel vorübergehend aussetzen, wenn vorab festgelegte „Volumina und Kurse“ überschritten werden (Art. 51 Abs. 2, Art. 19 Abs. 4).
 - Diese Regeln gelten nur dann für OTF-Betreiber, wenn sie den automatisierten Handel über ihre Systeme ermöglichen (Art. 20 Abs. 4).
- ▶ **Vorschriften zum Handel auf den Handelsplätzen**
- Automatisierter (algorithmischer) Handel**
 - Beim automatisierten Handel bestimmen Computeralgorithmen automatisch, wann, zu welchem Preis und mit welcher Menge der Handel mit einem Finanzinstrument durchgeführt wird (Art. 4 Abs. 30).
 - Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, die automatisierten Handel betreiben, müssen u. a. (Art. 17)
 - über „ausreichend“ Kapazität und „angemessene“ Handelsschwellen sowie -obergrenzen verfügen,
 - mit unvorhergesehenen Störungen des Marktes (z. B. durch die Übermittlung fehlerhafter Aufträge) umgehen können,
 - die zuständige Behörde zumindest jährlich über ihre Handelsstrategien und Kontrollsysteme informieren,
 - die Eignung der Nutzer eines direkten elektronischen Zugangs zum Handelsplatz prüfen, sofern ein solcher Zugang angeboten wird.
 - Der von einem Händler genutzte Computeralgorithmus (d.h. seine automatisierte Handelsstrategie) muss während der Handelszeiten kontinuierlich im Einsatz sein und die Handelsplätze „unabhängig von den Marktbedingungen“ mit Liquidität versorgen (Art. 17 Abs. 3).
- Aussetzung oder Ausschluss von Finanzinstrumenten vom Handel**
 - Betreiber eines RM, MTF oder OTF können ein Finanzinstrument vom Handel ausschließen oder diesen Handel aussetzen. Die Betreiber veröffentlichen diese Entscheidung und teilen sie anderen Handelsplätzen, die mit demselben Finanzinstrument handeln, sowie der zuständigen nationalen Behörde mit. (Art. 32 Abs. 1, Art. 33 Abs. 1, Art. 53 Abs. 1)
 - Wenn ein RM- oder MTF-Betreiber den Handel mit einem Finanzinstrument aufgrund des „Verschweigens von Informationen“ über den Emittenten oder das Finanzinstrument aussetzt oder dieses vom Handel ausschließt, „verlangen“ die nationalen Aufsichtsbehörden die Aussetzung bzw. den Ausschluss auch für die anderen RM, MTF und OTF. Dies gilt nicht, wenn dadurch die Anlegerinteressen oder die „Funktionsweise des Marktes“ erheblich geschädigt werden könnten. (Art. 32 Abs. 1, Art. 53 Abs. 1 UAbs. 2)
- ▶ **Neue Anlegerschutzbestimmungen**
 - Zum Schutz „nicht-professioneller“ Anleger bei Beratung und Ausführung von Aufträgen enthält die Richtlinie insbesondere Pflichten zur Kundeninformation, zur Prüfung der Eignung einer Anlage und zur kostengünstigen Ausführung von Aufträgen (Art. 24, 25, 27 und 28 i.V.m. Art. 30 Abs. 1).
 - Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, die eine Anlageberatung anbieten, müssen ihren Kunden mitteilen, ob diese „unabhängig“ erfolgt, wie umfangreich ihre Marktanalysen sind und ob die Eignung der empfohlenen Finanzinstrumente laufend beurteilt wird (Art. 24 Abs. 3). Eine „unabhängige“ Beratung liegt nur dann vor, wenn das Institut eine „ausreichende Zahl“ von Finanzinstrumenten auf dem Markt „bewertet“ und auf „Gebühren, Provisionen oder andere monetäre Vorteile“ von Dritten, insbesondere von den Emittenten der Finanzinstrumente, verzichtet (Art. 24 Abs. 5).

- Für die Portfolioverwaltung dürfen Wertpapierfirmen und Kreditinstitute keine Provisionen annehmen (Art. 24 Abs. 6).

► **Eingriffsmöglichkeiten in das Handelsgeschehen**

Positionslimits im Warenderivatehandel

- Warenderivatkontrakte sind Verträge, deren Wert sich von einer Ware (z.B. Weizen) ableitet.
- Handelsplätze, die den Handel mit Warenderivaten anbieten, müssen Limits oder gleichwertige Regelungen für die Anzahl der Kontrakte festlegen, die der einzelne Marktteilnehmer in einem festgelegten Zeitraum eingehen darf (Art. 59 Abs. 1). Diese Limits können je nach Marktteilnehmer unterschiedlich sein. Sie müssen aber transparent, nichtdiskriminierend, in ihrer Höhe eindeutig und an die Gegebenheiten des Warenmarktes angepasst sein (Art. 59 Abs. 1).
- Die Kommission setzt unter Berücksichtigung dieser Obergrenzen in delegierten Rechtsakten verbindliche Limits fest, die für alle Teilnehmer gelten (Art. 59 Abs. 3). In Ausnahmefällen dürfen die nationalen Aufsichtsbehörden striktere Obergrenzen festlegen (Art. 59 Abs. 4 UAbs. 1).

Positionsmeldungen und -management bei Warenderivaten und Emissionszertifikaten

- Handelsplätze, die den Handel mit Warenderivaten oder Emissionszertifikaten anbieten, müssen ab bestimmten Schwellen die „aggregierten Positionen“ einzelner Händlerkategorien (z.B. Versicherungen, Investmentfonds) wöchentlich offenlegen. Die Kommission legt die Schwellen mit delegierten Rechtsakten fest. (Art. 60 Abs. 1 lit. a, UAbs. 2, Abs. 5)
- Die Teilnehmer eines Handelsplatzes müssen diesem „in Echtzeit“ die „Einzelheiten“ ihrer und der im Namen der Kunden gehaltenen Positionen melden (Art. 60 Abs. 2).
- Die nationale Behörde kann von jeder Person Auskunft über „Volumen und Zweck“ einer eingegangenen Derivatposition verlangen (Art. 71 Abs. 2 lit. i).
- Die nationale Behörde kann jeden Händler auffordern, das „Volumen der Position“ zu verringern (Art. 72 Abs. 1 lit. f).
- Durch die Verordnung (s. [CEP-Analyse](#)) erhält auch die ESMA Befugnisse, von einzelnen Personen die Verringerung des Volumens eingegangener Derivatpositionen zu verlangen (Art. 35 der Verordnung).

Änderung zum Status quo

Bestimmte Handelsplattformen wie Broker Crossing Networks werden nicht mehr als außerbörsliche Handelsplattformen betrachtet, sondern der neuen Handelsplatzkategorie „OTF“ zugeordnet. Sie unterliegen erstmals Vorhandelstransparenzpflichten. Für den automatisierten Handel werden Schutzvorkehrungen vorgeschrieben. Es wird das Konzept einer „unabhängigen Beratung“ eingeführt. Die Aufsichtsbehörden erhalten verstärkt Befugnisse zum Eingriff in den Handel mit Derivaten.

Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Wertpapierdienstleister und Handelsplatzbetreiber benötigen EU-weit einheitliche Anforderungen. Sonst drohen Effizienzverluste, eine „Zersplitterung der Märkte“, Wettbewerbsverzerrungen und Regulierungsarbitrage.

Politischer Kontext

Im Juni 2009 verpflichtete sich der EcoFin-Rat, die Transparenz und Überwachung weniger stark regulierter Märkte, vor allem des außerbörslichen Handels, zu verbessern. Auch die G20 vereinbarten im September 2009, die Regulierung der Warenmärkte zu verbessern. Der Vorschlag ergänzt den Verordnungsvorschlag über OTC-Derivate [KOM (2010) 484, s. [CEP-Analyse](#)]. Zeitgleich mit dem MiFID-Vorschlag veröffentlichte die Kommission neue Marktmissbrauchsvorschriften [KOM (2011) 651 und KOM (2011) 654, s. [CEP-Analyse](#)].

Stand der Gesetzgebung

20.10.11 Annahme durch Kommission

Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:	GD Binnenmarkt
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschaft und Währung (federführend), Berichterstatter Markus Ferber (EVP-Fraktion, DE); Recht; Entwicklung; Industrie, Forschung und Energie
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	Finanzen (federführend); Wirtschaft; Verbraucherschutz; wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung; Angelegenheiten der EU
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 255 von 345 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

Formalien

Kompetenznorm:	Art. 53 Abs. 1 AEUV (Niederlassungsfreiheit)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Dass mit den OTF eine neue Handelsplatzkategorie geschaffen wird, die nun auch als solche einer mit RM und MTF vergleichbaren Regulierung unterliegen, ist sachgerecht. OTF agieren bisher gewissermaßen als Trittbrettfahrer: Sie tragen nur eingeschränkt zum marktlichen Preisfindungsmechanismus bei (s. [CEP-Analyse](#) zur Verordnung), nutzen aber trotzdem die Informationen über Preise und Handelsinteressen, die ihnen die RM und MTF liefern. Dies hat den OTF bisher einen einseitigen Wettbewerbsvorteil verschafft. Dass diese neuen Regeln für OTF zu mehr Transparenz über die Kauf- und Verkaufsinteressen ihrer Marktteilnehmer führen, sollte auch in ihrem eigenen Interesse liegen. Eine weitere Verlagerung der Handelstätigkeiten hin zu diesen bisher außerbörslich agierenden Plattformen würde die Gültigkeit der auf den regulierten Märkten gebildeten Preise unterminieren und somit auch das Geschäftsmodell der OTF gefährden.

Die Klassifizierung von Emissionszertifikaten als Finanzinstrument erhöht die Transparenz des Handels mit diesen Zertifikaten. **Energieproduzenten** – die solche Zertifikate nach EU-Recht zwingend erwerben müssen – **sowie Unternehmen, die mit Warenderivaten ihre Risiken absichern, sollten** allerdings **nicht** in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen. Denn dann müssten sie **als zulassungspflichtige Finanzdienstleister angesehen werden**. Mit dem Bankgeschäft und den damit verbundenen Fragen des systemischen Risikos und des Einlegerschutzes hat ihre Tätigkeit nichts zu tun. Dies sollte in der Richtlinie klargestellt werden. Denn bisher ist insbesondere unklar, ob die Tätigkeiten dieser Unternehmen als „Nebentätigkeiten“ eingestuft werden, und sie damit von der Richtlinie ausgenommen werden.

Die Einführung des Prädikats „unabhängig“ für Berater, die von Dritten keine Provisionen erhalten und die eine „ausreichende Zahl“ an Finanzinstrumenten bewerten, **ist eine subtile Förderung der Honorarberatung**. Die Kommission scheint somit nicht hinnehmen zu wollen, dass eine überwiegende Mehrheit der Anleger sich gegen eine Honorarberatung und für eine provisionsbasierte Beratung entscheidet. Und das, obwohl umfassende Regeln zur Offenlegung von Provisionen bestehen. Die Kommission sollte daher die derzeitige Präferenz der Anleger für eine provisionsabhängige Beratung akzeptieren; oder sie sollte zusätzliche Regelungen zur Erhöhung der Transparenz vorschlagen, wenn sie der Auffassung ist, dass die Verbraucher ihre Vermögensentscheidungen derzeit nicht eigenverantwortlich auf Basis ausreichender Informationen treffen können. **Im Übrigen ist offen, ob die Qualität einer Honorarberatung, die eine „ausreichende Zahl“ an Finanzinstrumenten „bewertet“, tatsächlich die einer provisionsabhängigen Beratung übersteigt.** Bei geringer Zahlungsbereitschaft der Kunden wird auch der „unabhängige“ Berater die Vielzahl an Finanzinstrumenten nicht qualitativ hochwertig und kostendeckend analysieren.

Von den Handelsplätzen festgelegte Positionslimits können Marktmanipulationen verhindern. Dies stärkt die Funktionsfähigkeit der Handelsplätze und die Glaubwürdigkeit der Preisbildung. Der Wettbewerb zwischen den Handelsplätzen verhindert, dass sie unangemessene Limits festlegen. **Von der Kommission festgelegte Positionslimits hingegen bergen die Gefahr politischer Opportunität.** Die Kommission könnte versuchen, ökonomisch gerechtfertigte, aber politisch unerwünschte Preisentwicklungen auf den Warenmärkten zu steuern. Damit würde sie Preise verzerren und eine Fehlallokation von Kapital verursachen.

Die Befugnis der Behörden, die Reduktion eingegangener Positionen („Positionsmanagement“) zu verlangen, kann missbräuchliches Verhalten bestrafen. Diesem massiven Eingriff in die Handelsfreiheit müssen aber objektive und nichtdiskriminierende Kriterien zugrunde liegen. Das Halten vieler Kontrakte per se ist noch kein Marktmissbrauch. Dass sowohl die nationalen Behörden als auch die ESMA Positionsmanagement betreiben können, erhöht die Unsicherheit und birgt das Risiko politisch motivierter Konflikte.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Art. 53 Abs. 1 AEUV (selbständige Tätigkeiten) ist die einschlägige Rechtsgrundlage.

Subsidiarität

Unproblematisch.

Verhältnismäßigkeit

Abhängig von der Ausgestaltung der delegierten Rechtsakte.

Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Änderungen im Börsen-, Kreditwesen- und im Wertpapierhandelsgesetz werden erforderlich.

Zusammenfassung der Bewertung

Die Einstufung bestimmter, bisher außerbörslich agierender Handelsplattformen als OTF-Handelsplatz beseitigt Wettbewerbsverzerrungen. Energieproduzenten und Unternehmen, die mit Warenderivaten Risiken absichern, sollten nicht als zulassungspflichtige Finanzdienstleister angesehen werden. Mit dem Prädikat „unabhängig“ fördert die Kommission die Honorarberatung. Von Handelsplätzen festgelegte Positionslimits erhöhen die Funktionsfähigkeit der Märkte, von der Kommission festgelegte bergen das Risiko politischer Opportunität.