

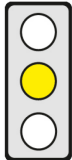
BEAUFSICHTIGUNG VON WERTPAPIERFIRMEN – RICHTLINIE

cepAnalyse Nr. 25/2018

KERNPUNKTE

Ziel der Richtlinie: Die Aufsicht über Wertpapierfirmen soll stärker an deren jeweiligen Geschäftsmodellen und Risiken ausgerichtet werden.

Betroffene: Wertpapierfirmen und ihre Kunden sowie Banken.



Pro: (1) Die Einteilung von Wertpapierfirmen in drei Klassen kann einer regulatorisch bedingten Konsolidierung der Branche entgegenwirken.

(2) Die Vollharmonisierung der Vorschriften für das von Wertpapierfirmen zu haltende Anfangskapital reduziert Wettbewerbsverzerrungen.

Contra: (1) Eine abgestufte Regulierung birgt die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen.

(2) Die Regulierung der Vergütung „zentraler Akteure“ in Wertpapierfirmen ist ein schwerer Eingriff in die Vertragsfreiheit. Außerdem benachteiligt sie die europäischen Wertpapierfirmen im Wettbewerb um qualifizierte Mitarbeiter.

Die wichtigsten Passagen im Text sind durch einen Seitenstrich gekennzeichnet.

INHALT

Titel

Vorschlag COM(2017) 791 vom 20. Dezember 2017 für eine **Richtlinie** des Europäischen Parlaments und des Rates **über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen** und zur Änderung der Richtlinien 2013/36/EU und 2014/65/EU

Kurzdarstellung

► Hintergrund und Ziele

- Wertpapierfirmen – z.B. Vermögensverwalter – ermöglichen Anlegern durch ihre Dienstleistungen – z.B. Anlageberatung, Portfoliomanagement – den Zugang zu den Kapitalmärkten. Sie erbringen dabei häufig banktypische Dienstleistungen, betreiben aber im Gegensatz zu Banken kein Einlagen- und Kreditgeschäft. (Begründung S. 1 und 2)
- Etwa die Hälfte der EU-Wertpapierfirmen haben ihren Sitz in Großbritannien. Acht Wertpapierfirmen, die „überwiegend“ in Großbritannien angesiedelt sind, verwalten etwa 80% der Vermögenswerte der EU-Wertpapierfirmen. (Begründung S. 1)
- Für Wertpapierfirmen wie für Banken gelten bislang ähnliche Vorschriften, insbesondere die Eigenkapitalrichtlinie [2013/36/EU, s. [cepAnalyse](#)] und die Eigenkapitalverordnung [(EU) Nr. 575/2013, s. [cepAnalyse](#)]. Laut Kommission tragen diese jedoch den Geschäftsmodellen und Risiken von Wertpapierfirmen nicht ausreichend Rechnung (Begründung S. 2–4).
- Die Kommission will daher einen stärker auf Wertpapierfirmen ausgerichteten Aufsichtsrahmen schaffen, der sich an ihren Geschäftsmodellen und Risiken orientiert und „schädliche Regulierungsarbitrage“ durch die Verlagerung von Geschäftstätigkeiten der Firmen in die EU im Zuge des Brexit verhindert (Begründung S. 4).
- Das vorliegende Regulierungspaket umfasst
 - eine Verordnung mit Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen [COM(2017) 790, s. [cepAnalyse](#)] und
 - eine Richtlinie mit Vorschriften für die Aufsicht über Wertpapierfirmen (diese [cepAnalyse](#)).

► Einteilung von Wertpapierfirmen in drei Klassen

- Wertpapierfirmen werden künftig in drei Klassen eingeteilt (Details s. [cepAnalyse](#) zu Teil 1):
 - Klasse 1 umfasst alle systemrelevanten Wertpapierfirmen.
 - Klasse 2 umfasst die nicht-systemrelevanten Wertpapierfirmen, die nicht in Klasse 3 fallen.
 - Klasse 3 umfasst (nicht-systemrelevante) „kleine und nicht-verflochtene Wertpapierfirmen“.
- Wertpapierfirmen der Klasse 1 gelten künftig als Kreditinstitut. Sie müssen daher die Vorschriften für Banken – [Eigenkapitalrichtlinie 2013/36/EU und Eigenkapitalverordnung (EU) Nr. 575/2013] – erfüllen. (Begründung S. 3)
- Die Vorschriften zur Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen der Klassen 2 und 3 werden künftig nicht mehr von der Eigenkapitalrichtlinie, sondern von der vorliegenden Richtlinie abgedeckt. Dabei werden die für Wertpapierfirmen relevanten bisherigen Regeln aus der Eigenkapitalrichtlinie geringfügig geändert (Begründung S. 4).

► **Neuzulassung von Wertpapierfirmen der Klasse 1 als Kreditinstitut**

- Wertpapierfirmen, die während zwölf aufeinanderfolgender Monate die Voraussetzungen für ihre Einstufung als Wertpapierfirmen der Klasse 1 erfüllen, benötigen künftig eine Zulassung als Kreditinstitut (Art. 57 Abs. 6 Ziff. 1).
- Wertpapierfirmen, die bei Inkrafttreten der Richtlinie bereits als solche zugelassen sind, müssen innerhalb von einem Jahr nach Inkrafttreten die Zulassung als Kreditinstitut beantragen (Art. 57 Abs. 6 Ziff. 3).
- Sind die Voraussetzungen für die Einstufung als Wertpapierfirma der Klasse 1 während fünf aufeinanderfolgender Jahre nicht erfüllt, kann die zuständige Behörde ihr die Zulassung als Kreditinstitut wieder entziehen (Art. 57 Abs. 6 Ziff. 7).

► **Höhe des Anfangskapitals für Wertpapierfirmen der Klassen 2 und 3**

- Bisher können die Mitgliedstaaten die vorgeschriebene Höhe des von Wertpapierfirmen zu haltenden Anfangskapitals in bestimmten Fällen herabsetzen. Künftig wird die Höhe des Anfangskapitals von Wertpapierfirmen der Klassen 2 und 3 vollharmonisiert. (Begründung S. 13 und 14, Erwägungsgrund 9)
- Wertpapierfirmen müssen künftig über ein Anfangskapital von 750.000 Euro verfügen, sofern sie (Art. 8 Abs. 1)
 - Handel für eigene Rechnung betreiben („Eigenhandel“),
 - die Emission von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung betreiben, also auch Finanzinstrumente in ihre Bücher nehmen, die keine Käufer finden („Emissionsgeschäft“), oder
 - multilaterale oder organisierte Handelsplattformen betreiben („Betrieb eines MTF bzw. OTF“).
 Wertpapierfirmen mit diesen Tätigkeiten, die bei Inkrafttreten der Richtlinie bereits zugelassen sind, müssen das Anfangskapital spätestens nach 10 Jahren erreichen (Art. 59 Abs. 1)
- Wertpapierfirmen, die keine Gelder oder Wertpapiere ihrer Kunden halten, müssen künftig über ein Anfangskapital von 75.000 Euro verfügen, sofern sie (Art. 8 Abs. 2)
 - Anlageberatung oder Portfolio-Verwaltung anbieten,
 - im Namen ihrer Kunden Aufträge mit Finanzinstrumenten ausführen,
 - Aufträge mit Finanzinstrumenten annehmen und übermitteln, oder
 - die Emission von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung betreiben („Platzierungsgeschäft“).
- Alle anderen Wertpapierfirmen benötigen künftig ein Anfangskapital von 150.000 Euro (Art. 8 Abs. 3).
- Die Kommission kann die Beträge für das Anfangskapital per Durchführungsrechtsakt nach dem Prüfverfahren anpassen (Art. 8 Abs. 4).

► **Änderungen bei den Vergütungsregeln**

- Bislang gelten für die „zentralen Akteure“ von Wertpapierfirmen in der Regel die Vergütungsvorgaben der Eigenkapitalrichtlinie [2013/36/EU, s. [cepAnalyse](#)].
- „Zentrale Akteure“ sind
 - die Geschäftsleitung,
 - Risikoträger, also Mitarbeiter, die hohe Risikopositionen eingehen,
 - Mitarbeiter mit Kontrollfunktionen und
 - Mitarbeiter, die mindestens an die niedrigste Einkommensstufe der Geschäftsleitung und der Risikoträger heranreichen,

Wertpapierfirmen der Klasse 1

- Für zentrale Akteure von Wertpapierfirmen der Klasse 1 gelten weiterhin die Vergütungsvorgaben der Eigenkapitalrichtlinie [Art. 92ff Eigenkapitalrichtlinie 2013/36/EU, s. [cepAnalyse](#)].

Wertpapierfirmen der Klasse 2

- Für zentrale Akteure von Wertpapierfirmen der Klasse 2 werden Vergütungsvorgaben eingeführt, die von denen der Klasse 1 abweichen.
- Wie bisher muss für sie auch künftig ein „angemessenes“ Verhältnis zwischen variabler und fester Vergütung bestehen (Art. 94 Abs. 1 lit. g der Eigenkapitalrichtlinie 2013/36/EU, Art. 28 Abs. 2).
- Dabei darf bisher die variable Vergütung höchstens (Art. 94 Abs. 1 lit. g der Eigenkapitalrichtlinie 2013/36/EU)
 - 100% der festen Vergütung betragen, oder
 - 200% der festen Vergütung betragen, wenn „Anteilseigner, Eigentümer oder Gesellschafter“ zustimmen.
 In beiden Fällen kann der Mitgliedstaat einen geringeren Höchstsatz festlegen. Diese Höchstgrenzen für die variable Vergütung werden aufgehoben und durch folgende Vorschriften ersetzt:
 - Das Verhältnis zwischen variabler und fester Vergütung muss künftig, insbesondere unter Berücksichtigung der Geschäftstätigkeit der Wertpapierfirma und der Risiken der Geschäfte, „angemessen“ sein (Art. 28 Abs. 1 lit. i und 2).
 - Die feste Vergütung muss künftig so hoch sein, dass die Wertpapierfirma bezüglich der variablen Vergütung „uneingeschränkt“ flexibel agieren kann; das umfasst auch den Verzicht auf eine variable Vergütung (Art. 28 Abs. 1 lit. i).
- Bisher müssen mindestens 50% der variablen Vergütung u.a. aus Anteilen und Beteiligungen bestehen (Art. 94 Abs. 1 lit. l der Eigenkapitalrichtlinie 2013/36/EU). Auch müssen bisher mindestens 40% der variablen Vergütung – bei besonders hoher variabler Vergütung mindestens 60% – je nach Geschäftszyklus, Geschäftstätigkeit, Geschäftsrisiken und Aufgaben des Mitarbeiters für drei bis fünf Jahre einbehalten werden (Art. 94 Abs. 1 lit. m der Eigenkapitalrichtlinie).

Künftig werden von diesen beiden Vorschriften ausgenommen (Art. 30 Abs. 1 lit. k und l, Abs. 4)

- Wertpapierfirmen der Klasse 2, die in den vorangehenden vier Jahren durchschnittlich über höchstens 100 Mio. Euro an Aktiva verfügten, und
- Mitarbeiter mit einer variablen Vergütung unter 50.000 Euro, wobei der variable Vergütungsanteil ein Viertel der Gesamtvergütung nicht übersteigen darf.

Die zuständigen Behörden können jedoch beschließen, dass die Ausnahmen ggfs. nicht gelten (Art. 30 Abs. 4). Die EBA erlässt dazu in Abstimmung mit der ESMA Leitlinien (Art. 30 Abs. 7).

- Wertpapierfirmen der Klasse 2, die staatliche Unterstützung erhalten, können bisher von den zuständigen Behörden aufgefordert werden, Obergrenzen für die Vergütung der Mitglieder des Leitungsorgans festzulegen. Diese sollen auch nur eine variable Vergütung erhalten, wenn diese „gerechtfertigt“ ist. (Art. 93 lit. b und c) Künftig muss eine Wertpapierfirma, die staatliche Unterstützung erhält, Obergrenzen für die Vergütung festlegen. Eine variable Vergütung darf nur nach Zustimmung der zuständigen Behörde ausbezahlt werden. (Art. 29 lit. b und c)

Wertpapierfirmen der Klasse 3

Wertpapierfirmen der Klasse 3 müssen– neben den für alle Wertpapierfirmen geltenden rudimentären Vorgaben der Märkterichtlinie [2014/65/EU, s. **cepAnalyse**] – (Art. 23 ff.)

- keine weiteren Vergütungsregeln einhalten, wenn sie zwei Jahre lang in Klasse 3 eingestuft wurden,
- andernfalls die Vergütungsregeln der Klasse 2 erfüllen.

Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Laut Kommission erbringen Wertpapierfirmen ihre Dienstleistungen „routinemäßig“ grenzüberschreitend. Gesonderte mitgliedstaatliche Vorschriften könnten Wettbewerbsverzerrungen und Diskriminierungen hervorrufen und zu einer Fragmentierung des Binnenmarkts führen.

Politischer Kontext

In der Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion von 2017 [COM(2017) 292] hat die Kommission die Schaffung eines wirksameren Aufsichtsrahmens für Wertpapierfirmen angekündigt. Die Vorschläge sind das Ergebnis einer Überprüfung der für Wertpapierfirmen geltenden Vorschriften der Eigenkapitalverordnung (CRR) (Art. 493 Absatz 2, Art. 498 Absatz 2 sowie Art. 508 Absätze 2 und 3).

Stand der Gesetzgebung

20.12.17 Annahme durch Kommission

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

Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion (federführend)
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschaft und Währung (federführend), Berichterstatter: Markus Ferber (D, EVP)
Bundesministerien:	Bundesministerium für Finanzen (federführend)
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	Finanzen (federführend)
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

Formalien

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

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Die – sowohl für die vorliegende Richtlinie als auch für die parallele Verordnung (s. **cepAnalyse**) vorgeschlagene – **Einteilung von Wertpapierfirmen in drei Klassen**, abgestuft nach ihrer systemischen Relevanz, soll die Angemessenheit und Proportionalität ihrer Regulierung sicherstellen. Sie hat Vor- und Nachteile. Die Abstufung **kann einerseits einer regulatorisch bedingten Konsolidierung der Branche entgegenwirken**, die durch den relativ hohen Fixkostenanteil der Regulierung bei kleineren Wertpapierfirmen droht. Eine solche Konsolidierung wäre für die Finanzstabilität abträglich, da Wertpapierfirmen die „too big to fail“ sind, den Anreiz haben, zu hohe Risiken einzugehen. Die Einteilung von Wertpapierfirmen in Klassen lässt sich außerdem damit rechtfertigen, dass nicht-systemrelevante Wertpapierfirmen für den Insolvenzfall weniger strenger regulatorischer Vorkehrungen bedürfen, als dies aus Gründen der Finanzstabilität für

systemrelevante Wertpapierfirmen nötig ist. **Eine abgestufte Regulierung birgt andererseits immer die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen** und Regulierungsarbitrage.

Das Vorhalten von Anfangskapital dient insbesondere als Puffer, um die wesentlichen Risiken der Geschäftstätigkeiten von Wertpapierfirmen auffangen zu können und eine geordnete Abwicklung im Insolvenzfall zu ermöglichen. Dabei steht in erster Linie der Schutz der Kunden und Gläubiger der Firmen im Vordergrund, nicht hingegen der Schutz der Steuerzahler wie bei der Regulierung von Banken. Da das Anfangskapital eine Zulassungsvoraussetzung darstellt, ist sie gleichzeitig eine Markteintrittsbarriere für diese Firmen.

Die Vollharmonisierung des von Wertpapierfirmen zu haltenden Anfangskapitals reduziert die bestehenden Wettbewerbsverzerrungen, da die Mitgliedstaaten keine Sonderregeln mehr einführen dürfen.

Die hoheitliche Regulierung der Vergütung „zentraler Akteure“ in Wertpapierfirmen ist verfehlt. Erstens ist sie ein schwerer Eingriff in die Vertragsfreiheit. In einer Marktwirtschaft sollte es den Vertragspartnern überlassen sein, sich auf eine angemessene Entlohnung zu verständigen. **Außerdem benachteiligt sie die europäischen Wertpapierfirmen im globalen Wettbewerb um qualifizierte Mitarbeiter** – zum einen gegenüber Wertpapierfirmen außerhalb der EU, zum anderen und insbesondere gegenüber branchennahen Dienstleistern auch innerhalb der EU, die weniger strengen Vergütungsregeln unterliegen. Damit wandert jedoch Humankapital in weniger regulierte Branchen.

Dass die strengen Vergütungsvorgaben für Wertpapierfirmen der Klasse 1 beibehalten, für Firmen der Klasse 2 und 3 dagegen erleichtert werden, führt zu neuen Wettbewerbsverzerrungen, wobei die zentralen Akteure von Wertpapierfirmen der Klasse 1 nun Anreize haben könnten, zu Firmen der Klasse 2 und 3 zu wechseln. Die Vergütungsvorgaben sollten daher für alle Klassen von Wertpapierfirmen einheitlich zurückgefahren werden.

Wie von der Kommission vorgeschlagen, sollte der Staat bei Wertpapierfirmen, die eine staatliche Unterstützung erhalten, in die Vergütungsstruktur eingreifen können. Zu hinterfragen ist hierbei jedoch, wieso eine Wertpapierfirma der Klasse 2, die qua Definition bereits als nicht-systemrelevant eingestuft wird, überhaupt im Ernstfall staatliche Unterstützung erhalten sollte.

Juristische Bewertung

Kompetenz

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

Subsidiarität

Unproblematisch.

Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Die Vergütungsregeln könnten gegen das Recht auf unternehmerische Freiheit [Art. 16 Grundrechtecharta der EU (GRCh)] verstoßen. Die Vertragsfreiheit fällt in den Schutzbereich. Die Vergütungsregeln stellen einen Eingriff dar. Der EuGH befasste sich nach einer Nichtigkeitsklage des Vereinigten Königreichs mit der Frage der Rechtmäßigkeit der Festlegung eines Höchstsatzes für die variable Vergütung (Rs. C 507/13). In seinen Schlussanträgen kam der zuständige Generalanwalt zu dem Urteil, dass diese Festlegung rechtmäßig war. Bevor ein Urteil erging, zog das Vereinigte Königreich die Klage zurück.

Auswirkungen auf das deutsche Recht

Änderungen sind insbesondere in der Institutsvergütungsverordnung (InstitutsVergV) und im Kreditwesengesetz (KWG) nötig.

Zusammenfassung der Bewertung

Die Einteilung von Wertpapierfirmen in drei Klassen kann einerseits einer regulatorisch bedingten Konsolidierung der Branche entgegenwirken. Eine abgestufte Regulierung birgt andererseits die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen. Die Vollharmonisierung der Vorschriften für das von Wertpapierfirmen zu haltende Anfangskapital reduziert Wettbewerbsverzerrungen. Die Regulierung der Vergütung „zentraler Akteure“ in Wertpapierfirmen ist ein schwerer Eingriff in die Vertragsfreiheit. Außerdem benachteiligt sie die europäischen Wertpapierfirmen im Wettbewerb um qualifizierte Mitarbeiter.