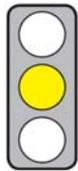


## KERNPUNKTE

**Ziele der Verordnung:** Die Kommission will die Transparenz der Finanzmarktgeschäfte erhöhen, den Handel mit Derivaten verstärkt auf organisierte Handelsplätze verlagern und die Aufsicht und den Wettbewerb stärken.

**Betroffene:** Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, zentrale Gegenparteien, Aufsichtsbehörden, Handelsplätze.



**Pro:** (1) Verstärkte Handelstransparenz kann die Effizienz der Preisbildung steigern.  
(2) Diskriminierungsfreier Zugang zu Handelsplätzen und CCP stärkt den Wettbewerb.

**Contra:** (1) Die Bedingungen für behördliche Produktinterventionen sind zu unpräzise formuliert.  
(2) Die Beschränkung des Handels mit manchen qualifizierten Derivaten auf Handelsplätze beschneidet die Freiheit der Akteure und privilegiert Handelsplätze ohne ersichtlichen Grund.

## INHALT

### Titel

**Vorschlag KOM(2011) 652** vom 20.10.2011 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates **über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR)** und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

### Kurzdarstellung

#### ► Allgemeines und Ziele

- Die Verordnung bildet mit der gleichzeitig von der Kommission vorgeschlagenen Richtlinie [KOM(2011) 656, im Folgenden: Richtlinie, s. [CEP-Analyse](#)] den rechtlichen Rahmen für die „Erbringung von Wertpapierdienstleistungen“ (Begründung S. 1).
- Die bisherige MiFID-Richtlinie (Richtlinie 2004/39/EG) wird zum Teil durch die vorliegende Verordnung ersetzt und zum Teil durch die Richtlinie neu gefasst (Erwägungsgrund 7 und Art. 98 der Richtlinie).
- Ziel der Verordnung ist es, die Transparenz der Finanzmarktgeschäfte zu erhöhen, den Handel mit bestimmten Derivaten auf organisierte Handelsplätze zu verlagern sowie die Aufsicht und den Wettbewerb zu stärken. (Begründung S. 1, 4 und 14)

#### ► Begriffe

- Finanzinstrumente: „Eigenkapitalinstrumente“ sind Aktien, Aktienzertifikate, Zertifikate, börsengehandelte Fonds und vergleichbare Finanzinstrumente (Art. 3 Abs. 1). „Nichteigenkapitalinstrumente“ sind Anleihen, strukturierte Produkte, Emissionszertifikate und Derivate (Art. 7 Abs. 1).
- „Handelsplätze“ sind geregelte Märkte (traditionelle Börsen), multilaterale Handelssysteme (Multilateral trading facility, MTF) und organisierte Handelssysteme (Organized trading facility, OTF) (Art. 2 Abs. 1 Ziff. 25; näher dazu s. [CEP-Analyse](#) der Richtlinie).
- Gegenparteien: „Zentrale Gegenparteien (CCP)“ sind Stellen zur Transaktionsabwicklung, die rechtlich zwischen Käufer und Verkäufer treten (Art. 2 Abs. 1 der EMIR-Verordnung, s. [CEP-Analyse](#)). „Finanzielle Gegenparteien“ sind Finanzdienstleistungsunternehmen (z.B. Banken, Investmentfonds). „Nichtfinanzielle Gegenparteien“ sind Unternehmen anderer Branchen. (Art. 2 Abs. 6 und 7 der EMIR-Verordnung)
- „Systematische Internalisierer“ (SI) sind Wertpapierfirmen, die auf eigene Rechnung regelmäßig in organisierter Form außerbörslich bilateral Handel betreiben (Art. 2 Abs. 1 Ziff. 3). Sie gehören zu den finanziellen Gegenparteien.

#### ► Geltungsbereich

- Die Verordnung regelt die Aktivitäten von Wertpapierfirmen, Kreditinstituten und Handelsplätzen (geregelte Märkte, OTF und MTF) (Art. 1 Abs. 2).
- Die Verordnung gilt auch für CCP, finanzielle und nichtfinanzielle Gegenparteien (Art. 1 Abs. 3 i.V.m. Art. 24-27, Art. 1 Abs. 4 i.V.m Art. 28-30).

#### ► Handelstransparenz

##### Vorhandelstransparenz

- Die Betreiber der Handelsplätze müssen die aktuellen Geld- und Briefkurse (d. h. die Kauf- und Verkaufspreisgebote) und die Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen (d. h. die Fähigkeit des Marktes, große Handelsvolumina bei den Marktpreisen zu gewährleisten) „auf kontinuierlicher Basis“ während der Handelszeiten veröffentlichen. (Art. 3)
- Die Pflicht zur Vorhandelstransparenz galt bisher allein für Aktien und wird nun auf alle oben genannten Finanzinstrumente ausgedehnt. Voraussetzung ist, dass das Finanzinstrument auf einem geregelten Markt zugelassen ist, über ein MTF oder OTF gehandelt wird oder ein Prospekt vorliegt (bei Emission des Finanzinstruments zu veröffentlichende Information zu diesem Instrument). (Art. 3 Abs. 1, Art. 2 Abs. 1)

- Auch SI sind zur Vorhandelstransparenz verpflichtet und müssen ihre verbindlichen Kursofferten für alle Finanzinstrumente veröffentlichen. Es gelten weitgehend dieselben Voraussetzungen wie bei den Handelsplätzen, allerdings müssen Kursofferten für Eigenkapitalinstrumente nur bis zum Durchschnittswert der Aufträge („Standardmarktgröße“) veröffentlicht werden. (Art. 13 Abs. 1) Die Pflicht zur Veröffentlichung bei Eigenkapitalinstrumenten gilt nur, wenn der Markt liquide ist. Ist der Markt illiquide, müssen SI Kursofferten nur auf Kundenanfrage veröffentlichen. (Art. 13 Abs. 1, 2, 4). SI veröffentlichen bei Nichteigenkapitalinstrumenten die Kursofferten, wenn sie selbst und der Kunde dies wollen (Art. 17 Abs. 1).

#### **Ausnahmen von der Vorhandelstransparenz**

- Die nationale Aufsichtsbehörde kann den Betreiber eines Handelsplatzes je nach Marktmodell oder Art und Umfang der Geschäfte, insbesondere bei Geschäften, die „im Vergleich zum marktüblichen Umfang“ ein großes Volumen aufweisen, von der Pflicht zur Vorhandelstransparenz befreien (Art. 4 Abs. 1, Art. 8 Abs. 1 und 2). Bei Geschäften mit Nichteigenkapitalinstrumenten sind zudem Ausnahmen etwa je nach Liquidität möglich (Art. 8 Abs. 1 und 2). Die Voraussetzungen für eine Befreiung (z.B. Art und Umfang der Aufträge je nach Finanzinstrumentkategorie, Liquidität) legt die Kommission in delegierten Rechtsakten fest. (Art. 4 Abs. 3 lit. b und c)
- Spätestens sechs Monate vor Gewährung einer Ausnahme muss die nationale Aufsichtsbehörde die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) und die übrigen nationalen Aufsichtsbehörden informieren. Ist eine andere Behörde mit einer Ausnahmegewährung nicht einverstanden, kann die ESMA verbindlich schlichten. (Art. 4 Abs. 2, Art. 8 Abs. 3)

#### **Nachhandelstransparenz**

- Die Betreiber der Handelsplätze müssen Preis, Volumen und Zeitpunkt aller Transaktionen auf ihrem Handelsplatz „so nah in Echtzeit wie technisch möglich“ veröffentlichen (Art. 5 Abs. 1, Art. 9 Abs. 1).
- Die nationale Aufsichtsbehörde kann dem Betreiber eines Handelsplatzes insbesondere bei Geschäften, die „im Vergleich zum marktüblichen Geschäftsumfang“ ein großes Volumen aufweisen, eine spätere Veröffentlichung des Geschäfts gestatten (Art 6 Abs. 1, Art. 10 Abs. 1).
- SI und Wertpapierfirmen, die außerbörslich ad hoc und unregelmäßig handeln, müssen Volumen, Preis und Zeitpunkt aller Geschäfte mit Finanzinstrumenten über ein von den nationalen Behörden „genehmigtes Veröffentlichungssystem“ (APA) veröffentlichen (Art. 19 Abs. 1, Art. 20 Abs. 1, Art. 2 Abs. 1 Ziff. 18, Art. 66 der Richtlinie). Transaktionen mit Derivaten müssen an Transaktionsregister gemeldet werden.

#### **Kosten für die Veröffentlichung der Handelstransparenzdaten**

- Die Betreiber der Handelsplätze dürfen für den Zugriff auf Handelsdaten nur in den ersten 15 Minuten Geld verlangen. Danach sind die Daten kostenlos bereitzustellen. (Art. 12 Abs. 1)
- Die Kommission legt in delegierten Rechtsakten „angemessene kaufmännische“ Bedingungen für die Entgelte fest (Art. 12 Abs. 2).

#### ► **Derivatehandel**

- Die ESMA legt künftig nicht nur fest, welche Derivate im Nachhandel durch Zentrale Gegenparteien (CCP) gecleart werden müssen („qualifizierte Derivate“; EMIR-Verordnung, KOM (2010) 484; s. [CEP-Analyse](#)), sondern auch, welche dieser qualifizierten Derivate nur an Handelsplätzen gehandelt werden dürfen (Art. 26 Abs. 1 lit. a). Voraussetzung für die Handelsplatzpflicht ist, dass das fragliche Derivat bereits auf mindestens einem Handelsplatz zugelassen ist oder gehandelt wird und „ausreichend liquide“ ist (Art. 26 Abs. 2). Über letzteres bestimmt die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) in technischen Durchführungsstandards (Art. 26 Abs. 3).

#### ► **Stärkung der Aufsicht**

##### **Meldung von Geschäften an die Aufsichtsbehörden**

- Die Betreiber der Handelsplätze müssen bestimmte Daten zu Geschäften, die über ihr System getätigt werden, mindestens fünf Jahre der nationalen Aufsichtsbehörde zur Verfügung stellen können. Wertpapierfirmen trifft für Daten über von ihnen getätigte Transaktionen die gleiche Pflicht. (Art. 22)
- Wertpapierfirmen müssen der Aufsichtsbehörde „so schnell wie möglich“, spätestens „am Ende des folgenden Arbeitstags“ die Geschäfte melden, die sie auf einem Handelsplatz getätigt haben. Die Meldungen enthalten u.a. die „Bezeichnung und Zahl der erworbenen oder veräußerten Instrumente“, den Kurs und Möglichkeiten zur Identifizierung der Wertpapierfirma und deren Kunden (Art. 23 Abs. 1 und 3).

##### **Eingriffsmöglichkeiten in den Handel: Produktinterventionsbefugnisse der Aufsichtsbehörden**

- Die nationale Aufsichtsbehörde kann „Vermarktung, Vertrieb oder Verkauf“ von Finanzinstrumenten oder eine bestimmte „Form der Finanztätigkeit oder -praxis“ verbieten oder beschränken (Art. 32 Abs. 1).
- Wenn die nationale Aufsichtsbehörde keine hinreichenden Maßnahmen zur Gefahrenabwehr ergreift, kann die ESMA vorübergehende Verbote oder Beschränkungen beschließen. Diese treten nach drei Monaten außer Kraft, wenn sie nicht verlängert werden. (Art. 31 Abs. 1 und 6, Art. 31 Abs. 2 lit. c)
- Verbote oder Beschränkungen müssen dem Anlegerschutz dienen oder die Funktionsweise und Stabilität der Finanzmärkte schützen. Sie sind nur zulässig, wenn Maßnahmen nach bestehendem europäischen Recht nicht ausreichen. Interventionen der nationalen Aufsichtsbehörde dürfen sich nicht diskriminierend auf aus einem anderen Mitgliedstaat erbrachte Tätigkeiten auswirken. (Art. 32 Abs. 2, Art. 31 Abs. 2)

### Eingriffsmöglichkeiten in den Handel: Positionsmanagementbefugnisse der ESMA

- Die ESMA kann von jeder Person verlangen, ihr Informationen zu „Volumen oder Zweck“ einer durch ein Derivat eingegangenen Position zu übermitteln, und sie dazu auffordern, das Volumen der Position zu verringern (Art. 35 Abs. 1 lit. a und b). Sie kann zudem den Abschluss von Warenderivatkontrakten durch diese Person beschränken (Art. 35 Abs. 1 lit. c).
- Voraussetzung ist jeweils, dass damit Gefahren für die „ordnungsgemäße Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte“ oder für die Stabilität des EU-Finanzsystems begegnet werden kann und die nationalen Behörden keine hinreichenden Maßnahmen zur Gefahrenabwehr ergriffen haben (Art. 35 Abs. 2).
- Durch die MiFID-Richtlinie (s. [CEP-Analyse](#)) erhalten auch die nationalen Behörden Befugnisse, von einzelnen Personen die Verringerung des Volumens eingegangener Derivatepositionen zu verlangen (Art. 71 und 72 der Richtlinie).

### ► Mehr Wettbewerb durch Zugang zu Handelsplätzen und Clearingstellen (CCP)

- Handelsplätze und CCP müssen das Clearing von Finanzinstrumenten gegenseitig auf „nichtdiskriminierender und transparenter Basis“ ermöglichen. CCP müssen Zugang zu den Daten eines Handelsplatzes erhalten; Handelsplätze müssen über jede CCP clearen können. (Art. 28 Abs. 1 und 2; Art. 29 Abs. 1)
- Die Kommission legt per delegiertem Rechtsakt fest, wann Handelsplätze und CCP einen Antrag auf Zugang ablehnen können und wann der Zugang „garantiert ist“ (Art. 28 Abs. 6, Art. 29 Abs. 6).
- Die nationalen Behörden können einen Antrag auf Zugang ablehnen, wenn dies „das reibungslose oder ordnungsgemäße Funktionieren der Finanzmärkte gefährden würde“ (Art. 28 Abs. 4, Art. 29 Abs. 4).

### Änderung zum Status quo

Die Pflicht zur Vor- und Nachhandelstransparenz für die Betreiber der Handelsplätze und für SI galt bisher allein für Aktien. Es werden eine Pflicht zur Aufzeichnung von Geschäften eingeführt und die Anforderungen an die Meldung von Geschäften an die Aufsichtsbehörden verschärft. Bestimmte standardisierte Derivate müssen künftig an organisierten Handelsplätzen gehandelt werden. Die Aufsichtsbehörden sollen in das Handelsgeschehen eingreifen dürfen (Produktintervention, Positionsmanagement).

### 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](#)].

### 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/Währung (federführend), Berichterstatter: Markus Ferber (EVP-Fraktion, DE); Recht; Haushalt; Entwicklung; Industrie und Energie

Ausschüsse des Deutschen Bundestags: Finanzen (federführend); Recht; Wirtschaft und Technologie; Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung; EU-Angelegenheiten

Entscheidungsmodus im Rat: Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 255 von 345 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

### Formalien

Kompetenznorm: Art. 114 Abs. 1 AEUV

Art der Gesetzgebungszuständigkeit: Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)

Verfahrensart: Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

Handelstransparenz: **Die Ausdehnung der Vor- und Nachhandelstransparenzpflichten auf grundsätzlich alle Finanzinstrumente** fördert die Marktintegrität, da Marktmanipulationen und Insiderhandel von den Marktteilnehmern leichter aufgedeckt werden können. Sie **trägt dazu bei, dass** die Marktakteure die Plattformen zur Durchführung des Handels besser vergleichen können und **die Preisbildung** durch Vereinfachung des Preisfindungsprozesses **effizienter wird**. Die Transparenz im Vorhandel senkt die Kosten für die Suche

eines geeigneten Handelspartners, mit der im Nachhandel können die Akteure leichter beurteilen, ob ein Geschäft für sie zum bestmöglichen Preis ausgeführt wurde. **Allerdings kann die geplante Vor- und Nachhandelstransparenz im Einzelfall auch die Effizienz eines Marktes gefährden.** So kann die Offenlegung der Kurse und der Handelstiefen etwa auf illiquiden Anleihemärkten bestimmten Marktteilnehmern den Anreiz nehmen, diesen Märkten weiter Liquidität zuzuführen, sodass diese weiter schrumpfen. Entscheidend ist daher, welche Marktmodelle und Geschäftsarten die nationalen Behörden auf der Basis der Kommissionsvorgaben von den Transparenzpflichten ausnehmen und welche Märkte sie als hinreichend liquide einstufen

Dass große Transaktionen von den Vorhandelstransparenzpflichten weiterhin ausgenommen werden, ist richtig. Denn eine Offenlegung würde es dem Investor erschweren, das Vorhaben zu adäquaten Preisen abzuschließen und seine Transaktionskosten erhöhen.

Meldung von Geschäften: **Sowohl die Pflicht zur Aufzeichnung von Geschäften als auch deren Meldung** an die Aufsichtsbehörden **fördern die Stabilität und Integrität der Märkte**, da die Behörden die Einhaltung der Vorschriften (etwa der neuen Marktmissbrauchregeln; KOM (2011) 654, s. [CEP-Analyse](#)) eher gewährleisten können. **Beides stärkt damit das Vertrauen** der Marktakteure **in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte.** Meldepflicht und Nachhandelstransparenz sollten aber keinen doppelten Verwaltungsaufwand verursachen.

Derivatehandel: Die Kommission hat in ihrem Verordnungsvorschlag zu OTC-Derivaten (KOM (2010) 484, s. [CEP-Analyse](#)) bereits wichtige Schritte zur Reduktion systemischer Risiken eingeleitet. Dazu gehören die Clearingpflicht für standardisierte Derivate und die Transparenz über getätigte Geschäfte (Meldepflichten an das Transaktionsregister). **Die** darüber hinausgehende **Vorschrift, manche qualifizierte Derivate nur noch auf Handelsplätzen** (geregelter Markt, MTF und OTF) **handeln zu dürfen**, ist verfehlt. Sie **schränkt die Freiheit der Handelsakteure** bei der Wahl des für sie optimalen Handelsortes und -partners **ein und bevorteilt die Handelsplätze, ohne dass dem ein klarer Mehrwert gegenübersteht.** Insbesondere sind keine Vorteile für Kleinanleger ersichtlich, da vor allem professionelle Anleger mit diesen Derivaten handeln. Darüber hinaus kann diese Vorschrift den durch die bisherige MiFID-Richtlinie angestoßenen Wettbewerb zwischen den verschiedenen Handelsausführungsorten wieder einschränken.

Eingriffsmöglichkeiten in den Handel: **Produktinterventionsbefugnisse** der Behörden sind schwerwiegende Eingriffe in den Markt und **sollten nur in klar abgegrenzten Fällen angewandt werden dürfen. Dieser Prämisse wird der Vorschlag nicht gerecht.** Die Behörden erhalten einen zu großen Handlungsspielraum, welcher Unsicherheiten bei den Marktteilnehmern hervorruft und Preise verzerren kann. Dass mehrere Behörden Produktinterventionsbefugnisse erhalten, birgt das Risiko politisch motivierter Konflikte. EU-weit einheitliche Verbote oder Beschränkungen schalten das Risiko aus, dass die fraglichen Geschäfte in andere EU-Länder verlagert werden. Die ESMA sollte daher das zentrale Entscheidungsorgan sein.

Zugang zu Handelsplätzen und CCP: **Der diskriminierungsfreie Zugang zu Handelsplätzen und CCP stärkt den Wettbewerb** beim Clearing von Finanzinstrumenten **und trägt so zu geringeren Handelskosten bei.** Wegen der systemischen Relevanz der CCP ist allerdings entscheidend, dass die Anforderungen an die CCP zur Begrenzung ihrer Ausfallrisiken (z.B. bei den Sicherheiten, die die Mitglieder der CCP bei dieser hinterlegen müssen) bestehen bleiben.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Die Verordnung wird zu Recht auf Art. 114 AEUV (Binnenmarkt) gestützt, da unterschiedliche nationale Finanzmarktvorschriften den Binnenmarkt behindern können.

### Subsidiarität

Unproblematisch.

### Verhältnismäßigkeit

Abhängig von der Ausgestaltung der delegierten Rechtsakte der Kommission.

### Vereinbarkeit mit EU-Recht

Die Positionsmanagementbefugnisse der ESMA sind, gemessen an der Meroni-Rechtsprechung des EuGH (Rs. C-9/56), nicht mit EU-Recht vereinbar. Die Befugnis zum Erlass von Ermessensentscheidungen darf danach nicht an Einrichtungen übertragen werden, die nicht ausdrücklich in den Verträgen erwähnt sind.

### Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Die Verordnung gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat (Art. 288 UAbs. 2 S. 2 AEUV), d. h. es sind keine nationalen Umsetzungsakte erforderlich. In Deutschland werden voraussichtlich in erster Linie das Wertpapierhandelsgesetz und das Börsengesetz angepasst.

## Zusammenfassung der Bewertung

Verstärkte Transparenz über die Handelstätigkeiten kann zu mehr Preiseffizienz beitragen, da die Preisfindung vereinfacht wird. Im Einzelfall kann sie allerdings die Markteffizienz auch gefährden. Aufzeichnungs- und Meldepflichten fördern die Integrität und Stabilität der Märkte. Die Beschränkung des Handels mancher qualifizierter Derivaten auf Handelsplätze beschneidet die Freiheit der Akteure und privilegiert Handelsplätze ohne ersichtlichen Grund. Die Bedingungen für behördliche Produktinterventionsbefugnisse sind zu unpräzise formuliert. Diskriminierungsfreier Zugang zu Handelsplätzen und CCP stärkt den Wettbewerb.