

Ralf Temporale (Hrsg.)

# Europäische Finanzmarktregulierung

Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR,  
OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel



SCHÄFFER  
POESCHEL

SCHÄFFER  

---

POESCHEL



---

Ralf Temporale (Hrsg.)

# Europäische Finanzmarkt- regulierung

Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR,  
OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel

2015  
Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

---

**Herausgeber:**

Ralf Temporale, LL.M., Partner EMEA FSO Advisory, Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München

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.

Print ISBN 978-3-7910-3427-0 Bestell-Nr. 20103-0001  
EPDF ISBN 978-3-7992-6970-4 Bestell-Nr. 20103-0150

Dieses Werk einschließlich seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.  
Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2015 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH  
[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)  
[service@schaeffer-poeschel.de](mailto:service@schaeffer-poeschel.de)  
Umschlagentwurf: Goldener Westen, Berlin  
Umschlaggestaltung: Kienle gestaltet, Stuttgart  
Satz: DTP + TEXT Eva Burri, Stuttgart · [www.dtp-text.de](http://www.dtp-text.de)

Oktober 2015

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart  
Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

## Vorwort des Herausgebers

Beginnend in 2009 kam es in Folge der Finanzkrise zu einer durch die G 20 und die EU veranlassten, umfassenden Regulierungswelle für die Finanzmärkte mit dem Ziel, die Effizienz, Stabilität und Transparenz zu steigern und das Vertrauen der Marktteilnehmer wiederherzustellen. Die Anzahl und Breite dieser Regulierungsvorhaben geht weit über den bisherigen Regulierungsumfang hinaus. Dabei sind die einzelnen Regulierungsbausteine wesentlich besser aufeinander abgestimmt und führen nicht selten für die Verpflichteten zu strategischem Handlungsbedarf. Bisher etablierte Geschäftsmodelle werden in Folge infrage gestellt und neue Geschäftsmodelle entstehen. Obwohl die Notwendigkeit einer umfassenderen Regulierung weitgehend nicht mehr infrage gestellt wird, so stellen diese neuen Anforderungen die europäischen Marktteilnehmer doch vor nicht unerhebliche Herausforderungen.

Das vorliegende Praxiswerk gibt eine Übersicht über den regulatorischen Rahmen (Stand März 2015) mit Schwerpunkt Kapitalmarktgeschäft und Verbraucherschutz. Es werden nicht nur die aus EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR und den Regelungen über OTC-Derivate sowie dem Hochfrequenzhandel resultierenden Anforderungen dargestellt, sondern auch die praktischen Auswirkungen auf Finanzinstitute und nicht regulierte Unternehmen analysiert.

Mein Dank gilt neben allen Autoren insbesondere Herrn Christian Müller, der neben seiner Tätigkeit als Autor auch die Gesamtkoordination ganz wesentlich unterstützt hat.

München, September 2015

*Ralf Temporale*



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort des Herausgebers.....	V
<i>Ralf Temporale/Benedikt Coridaß</i>	
A. Die neue Realität der europäischen Finanzmarktregulierung.....	1
<i>Thomas Wenzel/Benedikt Coridaß</i>	
B. MiFID II: Überblick zur Novellierung der Markets in Financial Instruments Directive .....	11
<i>Dominik Dreyer</i>	
C. Von der Orderannahme bis zur Orderausführung .....	25
<i>Dominik Dreyer/Pantaleon Delgado-Rodriguez</i>	
D. On Venue Trading und die Zukunft des OTC-Handels nach MiFID II .....	39
<i>Benedikt Coridaß/Dominik Dreyer</i>	
E. Hochfrequenzhandel – was ist noch erlaubt? Anforderungen und Gefahren des Hochfrequenzhandels.....	55
<i>Ralf Temporale/Maximilian Milkowski</i>	
F. Commodity Trading im Wandel. Die Regulierung der Warenderivate, Emissionszertifikate und Derivate von Emissionszertifikaten unter MiFID II .....	79
<i>Gerrit Knippschild/Mehmet Isik</i>	
G. Neue Anforderungen im Verkaufs- und Anlageberatungsprozess .....	97
<i>Gerrit Knippschild</i>	
H. Neue Anforderungen im Regulatory Reporting.....	113
<i>Benedikt Coridaß/Christian Müller</i>	
I. European Market Infrastructure Regulation – geltendes Recht und aktuelle Entwicklungen im Überblick.....	125
<i>Marcus Wahlster/Christian Müller</i>	
J. Die neue Finanzmarktinfrastruktur unter EMIR und ihre Wirkung auf die Marktteilnehmer .....	153

*Pascal Stock/Christian Müller*

K. Strategische Implikationen aus EMIR auf das Geschäftsmodell von Banken ..... 171

*Roger Disch/Patrick Arcon*

L. Auswirkungen von EMIR auf das Treasury von Industrieunternehmen ..... 187

*Jan Baßler/Pantaleon Delgado-Rodriguez*

M. Marktmanipulation im Sinne der MAD II..... 199

*Stefan Seefried/Nina Kreuer*

N. Neuerungen bei der Produktbeschreibung unter PRIIPs ..... 223

*Christian Müller/Thomas Wenzel*

O. Lost in Translation – von der regulatorischen Anforderung zur Umsetzung  
am Beispiel von EMIR und MiFID II..... 241

*Mehmet Isik/Dominik Dreyer*

P. Herausforderungen bei der Implementierung von Lösungen für Kunden-  
reporting am Beispiel von MiFID II Inducement Reporting ..... 265

*Marcus Wahlster/Christian Müller*

Appendix I: EMIR-Checkliste für betroffene Unternehmen ..... 283

*Maximilian Milkowski/Christian Müller*

Appendix II: MiFID I/MiFID II – Gegenüberstellung und Verweise ..... 287

Stichwortverzeichnis..... 291

# A. Die neue Realität der europäischen Finanzmarktregulierung

*Ralf Temporale/Benedikt Coridaß\**

- I. Entwicklung der europäischen Finanzmarktregulierung
- II. Ausgewählte Initiativen der zweiten europäischen Regulierungswelle im Überblick
  - 1. EMIR
  - 2. MiFID II
  - 3. PRIIPS
  - 4. MAD
- III. Ausblick
- IV. Literaturverzeichnis

---

\* *Ralf Temporale*, Partner bei EY, München, und *Benedikt Coridaß*, Consultant bei EY, Eschborn.

## I. Entwicklung der europäischen Finanzmarktregulierung

Während die Finanzmärkte in den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts sowohl international als auch in Europa größtenteils von Liberalisierungstendenzen und regulatorischer Arbitrage profitieren konnten, haben die Mitgliedstaaten der EU im März 2000 auf der Basis des FSAP (Financial Services Action Plan)<sup>1</sup> eine weitgehende Harmonisierung der Finanzmarktregulierung beschlossen. Das Ziel war hierbei, nicht nur die Regulierung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen zu vereinheitlichen, sondern diesen auch sicherer zu gestalten. Im Rahmen dieses Vorhaben erhielt eine Sachverständigengruppe unter dem Vorsitz von Alexandre Lamfalussy Mitte 2000 den Auftrag von den EU-Finanzministern, ein neues und schnelleres Regulierungsverfahren für die europäische Finanzmarktregulierung zu entwickeln, um eine bessere Reaktion auf Veränderungen im Markt sicherzustellen. Dieses mehrstufige sog. Lamfalussy-Verfahren wurde 2001 vom Europäischen Rat verabschiedet und, nachdem es ursprünglich nur auf den Wertpapiersektor ausgerichtet war, bereits 2002 durch den Europäischen Rat auf den ganzen Finanzsektor ausgedehnt. Mit Hilfe des Lamfalussy-Verfahrens wurden in den Folgejahren zahlreiche Regulierungsinitiativen, wie beispielsweise die MiFID I, umgesetzt (1. Regulierungswelle).

Mit dem Zusammenbruch der Lehmann Brothers Bank und der darauffolgenden Krise wurde dieser ersten europäischen Finanzmarktarchitektur ein schwerer Schock versetzt und die Notwendigkeit zur grundlegenden Überarbeitung sowohl der europäischen als auch der internationalen Finanzmarktregulierung evident.

Die Krise und ihre Ursachen sollen und können hier nicht im Detail dargestellt werden, dies würde den Rahmen sprengen. Zusammenfassend lässt sich die Krise in zwei Blöcke aufteilen: Auf eine Bankenkrise folgte eine Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise. Diese Krisen haben unterschiedliche Ursachen und Wirkungen, hängen aber zusammen.

Ein wesentlicher Auslöser der Bankenkrise war das Platzen der Immobilienblase in den USA. Diese wurde nach Europa vor allem durch strukturierte Wertpapiere (ABS und MBS, CDO) importiert.<sup>2</sup> Nur durch massive Eingriffe des Staates konnten weitere Bankenpleiten neben Lehman verhindert werden. Insgesamt sind nach Analysen der EU im Zeitraum von 2008 bis 2012 zur Verhinderung eines Kollapses des Finanzsystems öffentliche Finanzhilfen in Höhe von insgesamt 1,5 Bio. Euro gezahlt worden. Dies entspricht mehr als 12 % des EU-BIP.<sup>3</sup>

Darauf folgte die derzeit noch andauernde zweite Krise in Form der Staatsschuldenkrise. Es entstand eine Vertrauenskrise in die finanzpolitische Handlungsfähigkeit, die Schuldentragfähigkeit und letztlich die Wettbewerbsfähigkeit einiger europäischer Staaten.<sup>4</sup> Dies schlug wiederum auf die Banken durch, weil diese zum Teil erhebliche Bestände von bis dahin als sicher eingestuften Staatsanleihen in ihren Büchern neu bewerten mussten. Daneben gab es eine Reihe weiterer Faktoren, welche die Krise zumindest begünstigten. Zu nennen

---

1 Vgl. [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_general\\_framework/l24210\\_de.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/l24210_de.htm).

2 Zeitler: Vergessene Ursachen der Banken- und Finanzkrise, WM 2012 Heft 15, 673.

3 Pressemitteilung der EU-Kommission v. 15.05.2014.

4 Zeitler: Vergessene Ursachen der Banken- und Finanzkrise, WM 2012 Heft 15, 673.

sind beispielsweise die Fokussierung auf Renditen bei gleichzeitigem Vernachlässigen von Risiken, eine hohe Liquidität sowie Governanceprobleme bei Banken und Defizite bei der Aufsicht. Wesentlicher Punkt war zudem die mangelnde Transparenz von Ratingverfahren und die Rolle der Ratingagenturen.<sup>5</sup>

Zwar ist die Krise noch nicht gänzlich ausgestanden und auch die Ursachenforschung noch nicht abgeschlossen, allerdings wurden bereits einige Schlüsse gezogen. Eine maßgebliche Lehre aus der Krise war die Erkenntnis der Notwendigkeit einer globalen, einheitlichen und abgestimmten Finanzmarktregulierung. Im September 2009 fassten die Vertreter der G20-Staaten zusammen mit Vertretern der EU in Pittsburgh den Beschluss, die Transparenz, Stabilität und Zuverlässigkeit der Finanzmärkte zu stärken. Der europäische Gesetzgeber erließ als Reaktion auf die Krise eine Reihe von Verordnungen und Richtlinien. Triebfeder war, die Effizienz, Stabilität und Transparenz an den Finanzmärkten zu steigern und das Vertrauen in die Märkte wieder zu stärken.



Abb. 1: Wechselwirkung (eigene Darstellung)

Die obige Grafik zeigt die betroffenen Felder der 2. Regulierungswelle. Der Verbraucherschutz wird beispielsweise durch MiFID II und PRIIPS gestärkt, wobei die MiFIR und insbesondere EMIR auch Einfluss auf die Kapitalmärkte haben. Die Regulierung der Risiko- und Governancestrukturen der betroffenen Marktteilnehmer verteilt sich ebenfalls auf mehrere Initiativen und kann daher nicht isoliert betrachtet werden.

<sup>5</sup> Siehe dazu Deipenbrock: Die zweite Reform des europäischen Regulierungs- und Aufsichtsregimes für Ratingagenturen – Zwischenstation auf dem Weg zu einer dritten Reform? WM 2013 Heft 49, 2289.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die unmittelbar auf die Krise folgenden Regelungsvorhaben – die sog. zweite Regulierungswelle – zu einer deutlichen Verschärfung der Anforderungen an den Handel mit Finanzinstrumenten, sowohl für Unternehmen der Finanzbranche als auch für bislang nicht regulierte Unternehmen aus der Realwirtschaft, führen.<sup>6</sup> Dies gilt für die strategische Ausrichtung und das Geschäftsmodell, die IT-Systeme und Prozesse sowie für die Eigenkapitalanforderungen und die nachhaltige Profitabilität der betroffenen Unternehmen.

## II. Ausgewählte Initiativen der zweiten europäischen Regulierungswelle im Überblick

Die zweite Welle der europäischen Finanzmarktregulierung hat weitgehende Auswirkungen sowohl auf die Marktteilnehmer als auch auf die Marktinfrastruktur und führt im Ergebnis zu einer Neuordnung des Finanzmarktes. Der Eingriff durch die einzelnen Regelungsvorhaben ist deutlich radikaler und weitgehender als in der Vergangenheit und die einzelnen Regelungsvorhaben sind besser aufeinander abgestimmt. Die jeweiligen Regulierungen können nicht mehr einzeln betrachtet werden, da sie ineinandergreifen oder Marktteilnehmer an verschiedenen Stellen der Wertschöpfungskette tangieren. Im Überblick lassen sich die wesentlichen Regulierungsblöcke der zweiten europäischen Regulierungswelle wie folgt darstellen:

Zusätzliche Komplexität entsteht durch die zunehmend extraterritoriale Wirkung von Finanzmarktregulierungen über ihre eigentliche Jurisdiktion hinaus, sodass das zu beachtende Regulierungsuniversum deutlich größer ist als in der Vergangenheit. Sowohl die Umsetzung dieser komplexen regulatorischen Anforderungen als auch die laufende Compliance kann zwangsläufig nur noch durch ein konsistentes und holistisches »regulatorisches Portfoliomanagement« erfolgreich erfolgen, das nicht von der einzelnen Regulierung ausgeht, sondern von in sich möglichst homogenen regulatorischen Anforderungsklustern, die aus verschiedenen Regulierungen stammen und einen bestimmten Teil der Wertschöpfungskette oder eine bestimmte Funktion im jeweiligen Unternehmen betreffen. Dies gilt umso mehr unter dem Blickwinkel der Kosteneffizienz.

Im Folgenden werden ausgewählte aktuelle Regelungsvorhaben der europäischen Finanzmarktregulierung kurz vorgestellt, die in den weiteren Aufsätzen dieses Handbuchs dann aus unterschiedlichen Perspektiven weiter analysiert werden.

---

6 Salewski: MAD II, MiFID II, EMIR und Co. – Die Ausweitung des europäischen Marktmissbrauchsregimes durch die neue Finanzmarktinfrastruktur, GWR 2012, 265.

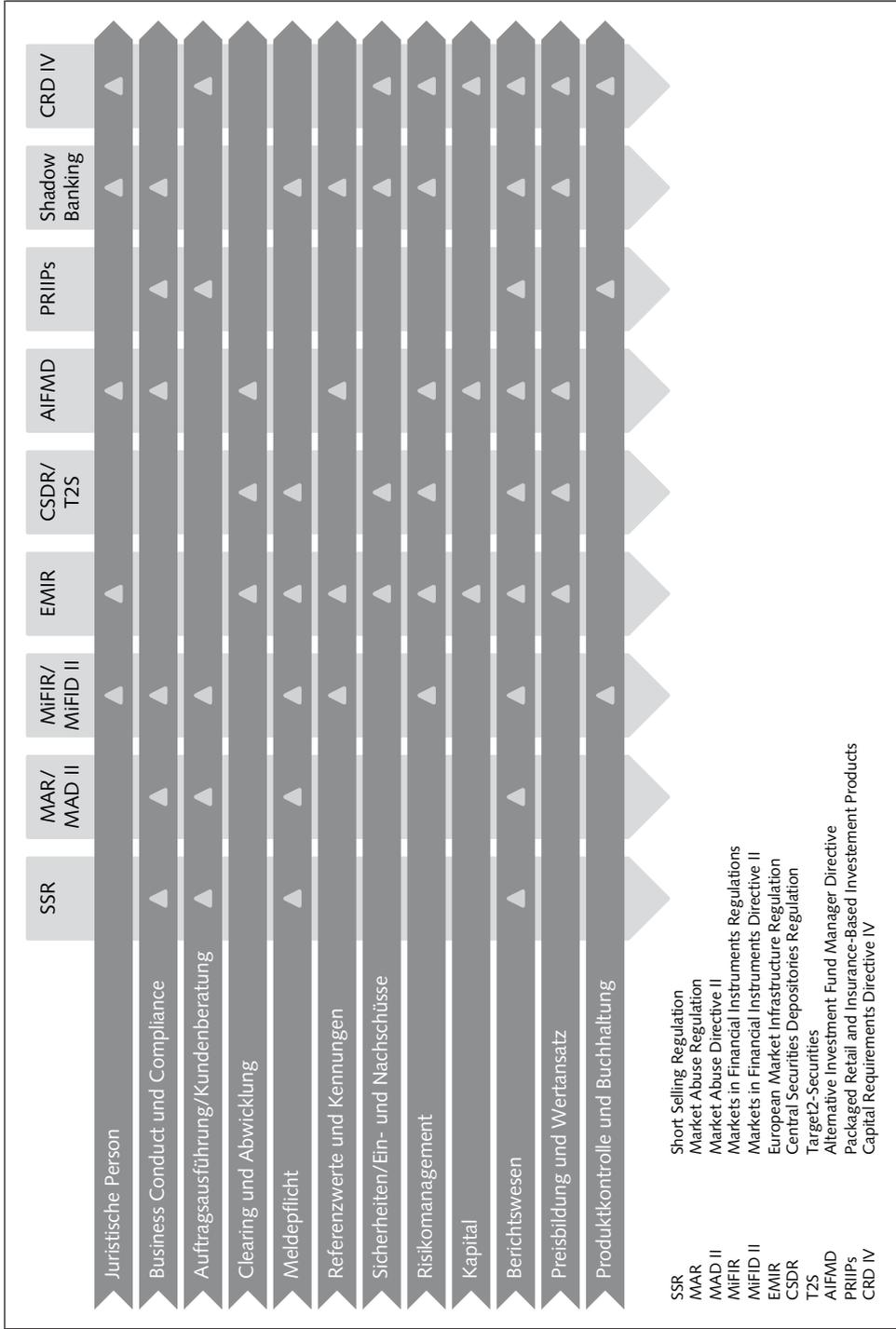


Abb. 2: Zweite Regulierungswelle (eigene Darstellung, 2014)

## 1. EMIR

Im Juli 2012 erließen Europäisches Parlament und Europäischer Rat die Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über Over-the-Counter-(OTC-)Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (European Market Infrastructure Regulation – EMIR). Kernelemente von EMIR sind – entsprechend den Beschlüssen von Pittsburgh – die Abwicklung standardisierter OTC-Derivate über zentrale Gegenparteien und die Meldepflicht für OTC-Derivate an Transaktionsregister. Für die Praxis von enormer Bedeutung war zudem, dass EMIR über Marktteilnehmer im engeren Sinne hinausgeht. EMIR kreiert Anforderungen an die Parteien von Derivatetransaktionen. Bestimmte Anforderungen gelten unabhängig davon, ob das betreffende Unternehmen Finanzdienstleistungen erbringt oder nicht. Dazu wird zwischen sog. finanziellen Gegenparteien und nichtfinanziellen Gegenparteien unterschieden. Mithin erstreckt sich die Regulierung auch auf Unternehmen der Realwirtschaft. Das Verfahren zu EMIR auf Level-II-Ebene ist noch nicht abgeschlossen. Technische Standards zu OTC-Derivaten, dem Risikomanagement, Anforderungen an Central Counterparties (CCPs) und dem Reporting an Trade Repositories wurden von der EU-Kommission am 19. Dezember 2012 angenommen. Diese sind am 15. März 2013 in Kraft getreten. Weitere technische Standards, insbesondere zu den Anforderungen an die bilaterale Besicherung, werden derzeit noch entwickelt. Diese Verordnung bildete den Auftakt zu einer Reihe weiterer umfangreicher Initiativen.

Zusammenfassend ergeben sich drei wesentliche Pflichten aus EMIR:

- Reporting: Reporting i. S. v. EMIR meint, dass nach Art. 9 EMIR Einzelheiten aller abgeschlossenen Derivatekontrakte sowie deren Änderung oder Beendigung an ein anerkanntes Transaktionsregister gemeldet werden müssen.
- Clearing: Clearing bedeutet, dass OTC-Derivate grundsätzlich unter Einbeziehung einer CCP abgeschlossen werden sollen.<sup>7</sup> Art. 4 EMIR in Verbindung mit Art. 5 EMIR regelt, dass »alle Geschäfte in standardisierten OTC-Derivaten [...] durch zentrale Gegenparteien gecleart werden sollten«. Details dazu wurden durch internationale Regulierungsstandards gestaltet.<sup>8</sup>
- Risk Mitigation: Risk Mitigation nach Art. 11 EMIR gilt für nicht durch eine CCP geclearte OTC-Derivatekontrakte. Durch die rechtzeitige Bestätigung, Portfoliokompromierung und Portfolioabgleich, Besicherung sowie Regelungen zur Streitbeilegung soll sichergestellt werden, dass FCs und NFCs angemessene Verfahren und Vorkehrungen vorhalten, um das operationelle Risiko und das Gegenparteausfallrisiko zu ermessen, zu beobachten und zu mindern.

---

7 Schuster/Ruschkowski: EMIR – Überblick und ausgewählte Aspekte, ZBB/JBB 2/14, 124.

8 Insbesondere FSB Report on Implementing OTC Derivatives Market Reforms vom Oktober 2010, [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101025.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf).

## 2. MiFID II

Im Juni 2014 wurden die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II) und die Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments and Amending Regulation – MiFIR) im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht. Die EU-Mitgliedstaaten müssen die Richtlinie bis zum 3. Juli 2016 umsetzen. Ab Anfang 2017 haben die Marktteilnehmer die neuen Regeln anzuwenden. Inhaltlicher Schwerpunkt der Novelle von MiFID sind die Beaufsichtigung sog. organisierter Handelssysteme (OTF) sowie die Verbesserung der Transparenz für standardisierte und ausreichend liquide Derivatekontrakte und deren Abwicklung über eine zentrale Clearing-Stelle. Auch Systematische Internalisierer (SIs) werden zukünftig umfassender reguliert. Entsprechend den G20-Vorgaben normiert MiFID II eine Handelspflicht für OTC-Derivate. Handelspflichtig sind dann OTC-Derivate, wenn die in Betracht kommenden Instrumente an einem Handelsplatz, z. B. an einer OTF, zum Handel zugelassen sind und über ein Liquiditätsprofil verfügen, das einen organisierten Handel ermöglicht. Die ESMA kann auch OTC-Derivate der Handelspflicht unterwerfen, die nicht der zentralen Clearing-Pflicht unterliegen, wenn sie hinreichend standardisiert und liquide sind.<sup>9</sup> Zu nennen sind auch die neuen Anforderungen an den algorithmischen und den Hochfrequenzhandel sowie schärfere Vorgaben für die Portfolioverwaltung, das Anbieten komplexer Finanzprodukte und die Anlageberatung. Eine Art Vorgriff auf MiFID II stellt hierzulande das Honorarberatergesetz<sup>10</sup> dar, das am 1. August 2014 in Deutschland in Kraft getreten ist.<sup>11</sup> MiFID II verbietet den Wertpapierdienstleistungsunternehmen ebenfalls, Zuwendungen für unabhängige Anlageberatung oder Portfolioverwaltung anzunehmen. Auch das Hochfrequenzhandelsgesetz<sup>12</sup>, in Kraft seit dem 15. Mai 2013, greift MiFID II in Deutschland vor. MiFID II und MiFIR befassen sich aber nicht nur mit marktbezogenen Themen, sondern auch mit dem Anlegerschutz. So werden neue oder verschärfte Pflichten zur Aufzeichnung von Kundengesprächen, zu Produktinformationen oder der Governance von Marktteilnehmern erlassen.

## 3. PRIIPS

Auf den Bereich des Anlegerschutzes haben sich am 1. April 2014 das Europäische Parlament, der Ministerrat und die Kommission im sog. Trilog geeinigt. Am 15. April 2014 hat das Europäische Parlament die Verordnung über Basisinformationen für Anleger (Packaged Retail and Insurance Based Investment Products – PRIIPs) verabschiedet. Diese wurde im Juni 2014 im Amtsblatt der EU veröffentlicht. Mit der Verordnung zum Rechtsrahmen für

---

9 Jacobs/Beker: Revision der MiFID: Überblick über die Regelungen der neuen Finanzmarktrichtlinie und -verordnung, BaFin, 1. August 2014.

10 Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente.

11 Weber: Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im ersten Halbjahr 2014, NJW 2014, 2327.

12 Gesetz zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel.

Anlageprodukte entstehen erhöhte Offenlegungspflichten über die Funktionsweise und die Risiken eines Produkts. Darüber hinaus wird eine Vereinheitlichung der Vertriebsregeln für Investmentprodukte und Versicherungsprodukte gegenüber Kleinanlegern geschaffen. Teil der Regulierung sind die Anforderungen an die Beschwerdebehandlung. Es wird verlangt, dass PRIIP-Anbieter angemessene interne Verfahren aufstellen, durch die gewährleistet wird, dass Kleinanleger bei Beschwerden eine sachliche Antwort erhalten. Die Erarbeitung von technischen Regulierungsstandards obliegt EBA, EIOPA und ESMA zur Konkretisierung des durch die Verordnung vorgegebenen Rahmens. Durch ein einheitliches Informationsblatt nach dem Vorbild des Key Information Document (KID) sind die Anleger von »verpackten« Finanzprodukten über die wesentlichen Anlagebedingungen und Risiken in verständlicher Form zu unterrichten. Bei komplexen Finanzprodukten sollen Warnhinweise enthalten sein.<sup>13</sup> Auf Level-II-Ebene liegt seit dem 17. November 2014 ein Diskussionspapier von ESMA, EBA und EIOPA zum PRIIPs-KID vor. Darin wird die Ausgestaltung der wesentlichen Informationen für PRIIPs-Anleger zur Debatte gestellt. In Deutschland ist das Produktinformationsblatt (PIB) bereits obligatorisch. Allerdings sind die beiden Dokumente – also KID und PIB – inhaltlich und bzgl. der betroffenen Produkte nicht deckungsgleich.

#### 4. MAD

Im Bereich des Marktmissbrauchs und der Marktmanipulation greifen die europäische Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation – MAR) und die Marktmissbrauchsrichtlinie (Market Abuse Directive – MAD). Diese bilden den europäischen Rechtsrahmen für Marktmissbrauch. Die MAR ist Anfang Juli 2014 in Kraft getreten. Die an Emittenten und sonstige Marktteilnehmer gerichteten Bestimmungen gelten ab dem 3. Juli 2016. Auffällig ist insbesondere die Verschärfung der Sanktionen: Die Nutzung von Insiderinformationen oder die Manipulation der Finanzmärkte mittels falscher oder irreführender Informationen ist künftig mit mindestens vier Jahren Haft strafbewehrt, sofern es sich um einen schweren Fall handelt. Dabei kommt es auch zu einer Ausweitung des Unternehmensstrafrechts, d. h., die Sanktionen gemäß MAD sollen eine Verantwortlichkeit sowohl natürlicher als auch juristischer Personen begründen. In einer Grundsatzentscheidung der Europäischen Union werden als mögliche Sanktionen, neben der klassischen Geldstrafe bis hin zu einem Jahresgewinn oder 10 % des Umsatzes, auch die Veröffentlichung der Verurteilung, der Ausschluss von öffentlichen Aufträgen oder sogar die Auflösung des Unternehmens in Betracht gezogen. Das Unternehmensstrafrecht ist jedoch in Deutschland, anders als etwa in den USA, noch nicht eingeführt. Art. 8 MAD soll nicht dazu führen, dass

---

13 Siehe dazu Loritz: Produktinformationsblätter nach dem neuen EU-Verordnungsvorschlag (»PRIIPs-Initiative«) – Gedanken zur Konkretisierung von Zielsetzungen und Inhalt, WM 2014 Heft 32, 1513.

die Mitgliedstaaten, die in ihrem Rechtssystem eine Strafbarkeit von juristischen Personen nicht kennen, eine solche einführen müssen.<sup>14</sup>

### III. Ausblick

Die jüngste Finanzkrise hat vor dem Hintergrund unzureichender gesetzlicher und Selbstregulierung der Märkte zu staatlichen Interventionen in der Finanzwirtschaft in einem Ausmaß geführt, wie es noch vor wenigen Jahren kaum vorstellbar erschien. Dies- wie jenseits des Atlantischen Ozeans kam es zur staatlichen Übernahme von Finanzinstituten und zu Stützungsmaßnahmen unterschiedlichster Art.<sup>15</sup>

Die Architektur der Finanzmärkte in Europa hat sich in den letzten Jahren radikal geändert. Angesichts der andauernden Weiterentwicklung der Märkte und der Diskussion um die Regulierung kann die vorliegende Abhandlung nur als Momentaufnahme gesehen werden. Alle Beteiligten müssen sich darauf einstellen, dass noch weitere Regulierungswelten bevorstehen. Zukünftig wird es etwa ein regulatorisches Rahmenwerk für Indizes und Benchmarks geben. Nach der Index-Manipulation verschiedener Banken erachtet es der Regulierer als notwendig, die Benchmark-Prozesse zu verbessern und sicherzustellen, dass in der EU hergestellte und verwendete Benchmarks robust, zuverlässig, repräsentativ und für den Einsatzzweck geeignet sind. Auch im Rahmen des sog. Shadowbanking kommen weitere direkte und indirekte Regulierungen auf die Märkte zu. Die Diskussion, ob bereits jetzt eine Überregulierung vorliegt, ist im Prinzip nur von philosophischer Natur, es handelt sich um die neue Realität. Bis sich der Zustand wieder normalisiert und eine stabile Regulierungsarchitektur geschaffen ist, die einerseits allen Marktteilnehmern das Vertrauen zurückgibt und andererseits den regulierten Unternehmen die Möglichkeit gibt, sich an diese neue Realität nachhaltig zu adaptieren, wird es noch eine Weile dauern. Die neue Marktordnung wird einhergehen mit Marktaustritten und Unternehmensfusionen, aber auch mit neuen und innovativen Marktteilnehmern.

Der Umgang mit diesen neuen regulatorischen Anforderungen ist für die betroffenen Unternehmen von höchster strategischer Wichtigkeit, nicht nur im Hinblick auf die Umsetzung, sondern auch im Hinblick auf den laufenden Betrieb und die Frage der Nachhaltigkeit des aktuellen Geschäftsmodells. Hierzu soll das vorliegende Handbuch eine Hilfestellung liefern.

---

14 Von Buttlar: Die Stärkung der Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse im EU-Kapitalmarktrecht: ein neues »field of dreams« für Regulierer? BB 2014, 451.

15 Zimmer: Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor? NJW-Beil. 2010, 101.

## IV. Literaturverzeichnis

- Deipenbrock: Die zweite Reform des europäischen Regulierungs- und Aufsichtsregimes für Ratingagenturen – Zwischenstation auf dem Weg zu einer dritten Reform? WM 2013 Heft 49, 2289
- Loritz: Produktinformationsblätter nach dem neuen EU-Verordnungsvorschlag (»PRIPs-Initiative«) – Gedanken zur Konkretisierung von Zielsetzungen und Inhalt, WM 2014 Heft 32, 1513
- von Buttlar: Die Stärkung der Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse im EU-Kapitalmarktrecht: ein neues »field of dreams« für Regulierer? BB 2014, 451
- Salewski: MAD II, MiFID II, EMIR und Co. – Die Ausweitung des europäischen Marktmissbrauchsregimes durch die neue Finanzmarktinfrastruktur, GWR 2012, 265
- Schuster/Ruschkowski: EMIR – Überblick und ausgewählte Aspekte, ZBB/JBB 2/14, 124
- Weber: Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im ersten Halbjahr 2014, NJW 2014, 2327
- Zeitler: Vergessene Ursachen der Banken- und Finanzkrise, WM 2012 Heft 15, 673
- Zimmer: Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor? NJW-Beil. 2010, 101

## **B. MiFID II: Überblick zur Novellierung der Markets in Financial Instruments Directive**

*Thomas Wenzel/Benedikt Coridaß\**

- I. Einleitung
- II. MiFID II
- III. Wesentliche Regelungsinhalte
  - 1. Anlegerschutz
  - 2. Marktbezogene Themen
  - 3. Governance
- IV. Fazit
- V. Ausblick
- VI. Literaturverzeichnis

---

\* *Thomas Wenzel*, Executive Director, München, und *Benedikt Coridaß*, Consultant bei EY, Eschborn.

## I. Einleitung

Am 12. Juni 2014 wurde die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive - MiFID II) zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG veröffentlicht. Die am selben Tag veröffentlichte Verordnung Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente wird kurz als MiFIR<sup>1</sup> bezeichnet. MiFID II trat am 3. Juli 2014 in Kraft. Die Mitgliedstaaten der EU müssen die Richtlinie bis zum 3. Juli 2016 umsetzen. Ab Anfang 2017 haben die Marktteilnehmer die neuen Regeln anzuwenden. Angesichts des relativ kurzen Zeitfensters müssen sich die betroffenen Marktteilnehmer schon jetzt mit den absehbaren Anforderungen auseinandersetzen.

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) hat am 19. Dezember 2014 einen Vorschlag für technische Regulierungs- und Durchführungsstandards veröffentlicht und zur Konsultation gestellt. Weitere Konsultationen zu Durchführungsstandards und Leitlinien wurden von der ESMA in der ersten Jahreshälfte 2015 durchgeführt. Diese EU-Vorgaben beinhalten sehr umfassende neue Vorgaben. Im Folgenden soll eine – angesichts der fast 3000 Seiten umfassenden bisher vorliegenden Texte sehr komprimierte – Darstellung der wichtigsten Themenfelder in den Bereichen Markt und Wettbewerb, Anlegerschutz und Governance gegeben werden.

## II. MiFID II

Durch MiFID II wird die weitreichende Regulierung, die bereits durch MiFID I erfolgte, teilweise erweitert und korrigiert. MiFID I führte zwar zu mehr Wettbewerb im Börsenhandel, fragmentierte ihn aber zugleich. Außerdem wurde deutlich, dass die Anleger noch besser geschützt werden mussten. Nachdem die G20-Staaten 2009 zudem beschlossen hatten, die globalen Over-the-Counter-Derivatemärkte (OTC) zu reformieren, leitete die Europäische Kommission 2011 eine Revision der MiFID ein.<sup>2</sup> Der Gesetzgebungsprozess erfolgte bei MiFID II/MiFIR als europäische Vorgabe entsprechend dem Lamfalussy-Verfahren in mehreren Stufen: Auf Ebene 1 werden grundsätzliche Vorgaben getroffen, auf Ebene 2 dann Durchführungsregeln erlassen.<sup>3</sup> Im Rahmen dieser Vorgaben gibt es zwei grundsätzlich unterschiedliche Arten von Dokumenten:

- Richtlinien sind in allen EU-Ländern noch in nationale Gesetze umzusetzen,
- Verordnungen haben unmittelbare Gültigkeit, ohne dass es nationaler Gesetze bedarf.

---

1 Abkürzung »MiFIR« aufgrund der englischen Bezeichnung »Markets in Financial Instruments Regulation«.

2 Revision der MiFID: Jacobs/Beker: Revision der MiFID: Überblick über die Regelungen der neuen Finanzmarkttrichtlinie und -verordnung, BaFin, 1. August 2014.

3 Vgl. hierzu die Erläuterungen auf der Webseite der Europäischen Kommission: [http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_de.htm).

Auf Ebene 2 des Lamfalussy-Verfahrens kamen sowohl Richtlinien als auch Verordnungen zur Anwendung (so auch bei MiFID I), während auf Ebene 1 bisher nur Richtlinien eingesetzt wurden. MiFIR ist hier insofern eine Neuerung. Für Sachgebiete wie Strukturen, Transparenz und Überwachung von Märkten, die in Europa einheitlich geregelt werden sollen, wird im Rahmen der Neufassung der MiFID nun direkt auf Ebene 1 eine Verordnung (MiFIR) eingesetzt. Auf Ebene 2 werden die technischen Standards der ESMA in einem Diskussions- und Konsultationsprozess vorbereitet, bei dem die betroffenen Wertpapierfirmen Gelegenheit haben, Vorschläge und Kommentare einzubringen. Aus praktischen Gesichtspunkten sind dieser Gesetzgebungsprozess und die mehrstufige Konkretisierung von Vorgaben insbesondere im Hinblick auf die für einen erheblichen Zeitraum bestehende Unsicherheit über die finalen Vorgaben eine Herausforderung.

Im Vergleich zu MiFID I ist der Spielraum für nationale Regelungen sehr viel kleiner geworden. Durch den Einsatz der Verordnung MiFIR für bestimmte Sachgebiete und die Vorgaben der MiFID II in Verbindung mit den technischen Standards der ESMA sind die meisten Gebiete schon detailliert geregelt. Dennoch gilt es nationale Besonderheiten zu beachten – diese beziehen sich nicht nur auf ggf. schon länger bestehende zusätzliche gesetzliche Vorgaben, sondern auch auf »Vorreiter-Vorhaben«, die Regelungen aus der MiFID II bereits zu einem früheren Zeitpunkt im jeweiligen Land per Gesetz einführen. Dies ist z. B. in Deutschland mit dem Hochfrequenzhandelsgesetz, dem Honoraranlageberatungsgesetz und mehreren Neuregelungen der Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion (MaComp) der Fall.<sup>4</sup>

Bei den aktuellen Konsultationsdokumenten der ESMA werden hauptsächlich die folgenden Themen behandelt:

- Vor- und Nachhandelstransparenz,
- Handelsplatz-Zwang für Derivate,
- Zugang zu Handelsplätzen und zentralen Kontrahenten,
- Markt mikrostrukturen,
- organisatorische Anforderungen an Handelsplätze,
- Warenderivate,
- Veröffentlichung von Marktdaten und
- Anlegerschutz.

---

4 Siehe zu den Anpassungen der MaComp etwa Becker: ESMA Leitlinien »Vergütungsgrundsätze und -verfahren (MiFID)« und BT 8 der MaComp – neue Vergütungsvorgaben für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2014, S. 151.

### III. Wesentliche Regelungsinhalte

Die wesentlichen Regelungsinhalte der MiFID II und MiFIR lassen sich thematisch in zwei große Themenblöcke aufteilen:

- Anlegerschutz, der die unabhängige Anlageberatung, Zuwendungen, Produktgovernance, Produktintervention und Aufzeichnungspflicht umfasst und
- marktbezogene Themen, nämlich mehr Handelstransparenz und umfassendere Regulierung, Regulierung von Hochfrequenzhandel und Marktstruktur, neue Handelsplätze, Zugang zu zentralen Gegenparteien, Handelsplätzen und Benchmarks sowie Handelspflicht für OTC-Derivate.

Etwas außerhalb dieser Themenbereiche stehen die Bestimmungen zur Governance in Unternehmen.

#### 1. Anlegerschutz

Die Regelungen zum Anlegerschutz sind teilweise eine Ergänzung oder Verschärfung bekannter Vorgaben. Teilweise wurden durch das Normenpaket aber auch gänzlich neue Schutzmechanismen für Anleger aufgebaut, vgl. Art. 24 ff. MiFID II.

##### a) Unabhängige Anlageberatung

Wie das Honoraranlageberatungsgesetz, das zum 1. August 2014 in Kraft getreten ist, verbietet die MiFID II den Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Zuwendungen für eine unabhängige Anlageberatung oder Portfolioverwaltung anzunehmen. Dieses Verbot schließt insbesondere Vergütungen ein, die dem Unternehmen von einem Dritten, wie dem Emittenten eines Finanzinstruments, als Vertriebsprovision gezahlt werden. Aber auch nichtmonetäre Vorteile sind untersagt, wenn sie die Schwelle der Geringfügigkeit überschreiten. Mit der Frage, welche nichtmonetären Vorteile als geringfügig zu bewerten sind, befasst sich ESMA im bereits erwähnten Konsultationsverfahren. Der Vorschlag lautet, eine nicht abschließende Liste von Fallkonstellationen zu erstellen, die als geringfügig zu bewerten sind, beispielsweise Informationsmaterial über Finanzinstrumente, das an Kunden auszuhändigen ist.

Um eine unabhängige Anlageberatung zu erbringen, müssen die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zudem eine ausreichende Palette von Finanzinstrumenten bewerten, die auf dem Markt verfügbar sind. Diese müssen hinsichtlich Produkttyp und Emittent hinreichend breit gestreut sein. Eine Spezialisierung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens auf bestimmte Finanzinstrumente oder Marktbereiche, etwa auf ethisch nachhaltige Geldanlagen, ist jedoch grundsätzlich möglich, wenn gewährleistet ist, dass ein fairer Vergleich verschiedener Produkte verschiedener Anbieter stattfindet. Die Spezialisierung muss für Kunden und Interessenten ersichtlich sein. Sie müssen leicht erkennen können, auf welche Produkte sich die unabhängige Anlageberatung bezieht beziehungsweise beschränkt. Auch

mit der Frage, unter welchen Voraussetzungen eine Spezialisierung möglich ist, befasst sich ESMA im erwähnten Konsultationspapier. Die Anlageberatung wird in Kapitel G »Neue Anforderungen im Verkaufs- und Anlageberatungsprozess« (Knippschild/Isik) behandelt.

## b) Kostentransparenz

Der nach MiFID II erforderliche Ausweis der Kosten der Wertpapierdienstleistungen geht deutlich über die MiFID-I-Anforderungen hinaus:

- So sind dem Kunden die Gesamtkosten für die erbrachten Dienstleistungen in verständlicher Form aufzuzeigen, differenziert nach allen Kosten, die die Wertpapierfirma selbst berechnet, sowie nach weiteren entstehenden Kosten und Aufwendungen, wie z. B. Kosten der Produktentwicklung und Verwaltung. Der Kunde kann darüber hinaus eine detaillierte Aufstellung nach Posten verlangen.
- Zudem sind diese Kosten differenziert nach Kosten beim Kauf des Produkts (»Upfront-Kosten«), laufende Kosten und Kündigungsgebühren darzustellen, sowohl in absoluter Höhe als auch in Prozent. Weiterhin ist dem Kunden auch der kumulative Effekt der Gesamtkosten auf den Ertrag seiner Anlage in verständlicher Form aufzuzeigen.
- Dem Kunden sind diese Informationen rechtzeitig vor seiner Anlageentscheidung zur Verfügung zu stellen.

## c) Zuwendungen

Erhaltene Zuwendungen sind künftig sehr viel konkreter offenzulegen als die bisher zulässigen allgemeinen Angaben zu möglichen Bandbreiten.

Im diskretionären Portfoliomanagement sowie dem neuen Modell »unabhängige Beratung« dürfen künftig monetäre Zuwendungen nicht mehr einbehalten werden – nur noch nichtmonetäre geringfügige Zuwendungen, die die Compliance nicht gefährden, bleiben zulässig und sind offenzulegen. Bei der unabhängigen Beratung ist zudem eine hinreichende Menge nicht hauseigener oder mit dem eigenen Haus verbundener Produkte in die Beratung einzubeziehen.<sup>5</sup> Zu den Zuwendungen vgl. Kapitel P »Herausforderungen bei der Implementierung von Lösungen für Kundenreporting am Beispiel von MiFID II Inducement Reporting« (Isik/Dreyer).

## d) Produktgovernance

Für jedes Produkt, das u. a. an Retailkunden vertrieben werden soll, ist künftig vom Hersteller des Produkts ein Zielmarkt zu definieren und entsprechende Dokumentationen über Komponenten und Risiken (Szenario-Analyse) sind zu erstellen – dies muss auch in den Produktgenehmigungsprozess einfließen. Daneben müssen die Wertpapierdienstleistungsunternehmen u. a. ein angemessenes Konfliktmanagement für die Interessenkonflikte betreiben, die bei der Konzeption von Investmentprodukten typischerweise bestehen, und

---

5 Siehe dazu Kapitel G »Neue Anforderungen im Verkaufs- und Anlageberatungsprozess« (Knippschild).

ihre Kostentransparenz verbessern. Dabei haben sie auch den Bedürfnissen des Zielmarktes Rechnung zu tragen, für den das Produkt bestimmt ist. Außerdem müssen die Unternehmen den Produktvertrieb durch den Emittenten überwachen und sind in bestimmten Situationen verpflichtet, geeignete Maßnahmen zu ergreifen (Postsale-Obligations).<sup>6</sup>

Insoweit liegt eine Erweiterung der Regelungen von MiFID I vor. Diese richteten sich noch im Wesentlichen an den Vertrieb. Die Regelungen von MiFID II befassen sich hingegen mit Produzenten beziehungsweise Emittenten von Finanzinstrumenten. Um den Anleger umfassend zu schützen, müssten auch die entsprechenden Produkte – und eben nicht nur deren Vertrieb – geregelt werden. Hintergrund dieser Neuregelungen ist die in der Finanzkrise gewonnene Erkenntnis, dass in einer Reihe von Fällen Produkte beispielsweise für erfahrene professionelle Anleger entwickelt wurden, dann aber, oft ohne Kenntnis des Produktherstellers, an dafür völlig ungeeignete Zielgruppen verkauft wurden.

### e) Produktintervention

Die Geeignetheit einer Wertpapieranlage musste bisher nach MiFID I nur zum Zeitpunkt der Beratung vor der anschließenden Transaktion beurteilt werden. MiFID II und MiFIR sehen nun eine »laufende Prüfung der Geeignetheit« vor, auch »Nachberatung« genannt, vgl. Art. 39 MiFIR. Hier muss die Wertpapierfirma dem Kunden darlegen, ob sie diese laufende Überprüfung anbietet – verpflichtend ist dies nicht.

Zudem wird der ESMA die Möglichkeit eingeräumt, bei Produkten zu intervenieren. Sie kann, sofern z. B. erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz bestehen, Vermarktung, Vertrieb und Verkauf von Finanzinstrumenten untersagen oder beschränken. Dazu hat die ESMA in ihrem Konsultationspapier erläutert, dass bei einer solchen Bewertung zu berücksichtigen ist:

- wie komplex das Finanzinstrument ist,
- welche Kunden betroffen sind,
- wie transparent das Produkt ausgestaltet ist,
- in welchem Verhältnis die Renditechancen und die Verlustrisiken stehen,
- wie innovativ das Instrument ist und
- wie das Produkt vertrieben wird.

Produktintervention i. S. v. MiFID II bezeichnet die Befugnis, a) die Vermarktung, den Vertrieb oder den Verkauf von bestimmten Finanzinstrumenten oder von Finanzinstrumenten mit bestimmten Merkmalen oder b) eine bestimmte Form der Finanztätigkeit oder Finanzpraxis zu verbieten oder zu beschränken.<sup>7</sup> Auch in diesem Bereich ist die ESMA an den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz gebunden.

---

6 Jacobs/Beker: Revision der MiFID: Überblick über die Regelungen der neuen Finanzmarktrichtlinie und -verordnung, BaFin, 1. August 2014.

7 Cahn/Müchler: Produktinterventionen nach MiFID II: Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2013, 45.

## f) Aufzeichnungspflicht

Erfolgte Beratungen in Wertpapiergeschäften sind künftig europaweit zu dokumentieren in Form eines Beratungsprotokolls – dies ist in Deutschland bereits heute gemäß WpHG vorgegeben.<sup>8</sup> Darüber hinaus sind jedoch künftig alle telefonischen oder elektronischen Konversationen mit Kunden in Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften aufzuzeichnen.<sup>9</sup> Das bedeutet in Bezug auf Telefongespräche insbesondere, dass alle Gespräche mit Bezug auf Wertpapiergeschäfte aufzuzeichnen und die Aufzeichnungen aufzubewahren und einem Kunden und ggf. Konto zuzuordnen sind, auch wenn in diesem Gespräch keine Order erfolgt ist und auch wenn das Gespräch keine Beratung zum Gegenstand hatte. Eine Herausforderung dabei ist, den Umfang der Aufzeichnung von Gesprächen festzulegen, die ggf. in weiten Teilen keinen Bezug zum Wertpapiergeschäft haben (dies auch aus Datenschutzgesichtspunkten). Zum anderen stellen sich Fragen der Aufzeichnung bei Nutzung von geschäftlichen oder privaten sowie mobilen Telefonen. Zusätzlich gibt MiFID II das Recht, dass die zuständigen Behörden bereits existierende Aufzeichnungen von Telefongesprächen, elektronische Mitteilungen und Datenverkehrsaufzeichnungen im Besitz einer Wertpapierfirma oder eines Kreditinstituts anfordern können.<sup>10</sup>

## 2. Marktbezogene Themen

Daneben wird der Markt als solcher einer umfassenden Neuordnung unterzogen. Die vorliegende Regulierung zielt darauf ab, dass der gesamte organisierte Handel an regulierten Handelsplätzen stattfindet. Damit korrespondiert ein umfassendes Transparenzregime. Zu den Handelsplätzen gehören bisher geregelte Märkte und M. Um das Ziel größerer Transparenz bei gleichen Wettbewerbsbedingungen der verschiedenen Handelsplätze im organisierten Handel zu erreichen, sah es die Kommission als erforderlich an, ergänzend eine neue Kategorie von Handelsplätzen, die sog. organisierten Handelssysteme (OTFs), einzuführen.<sup>11</sup> Die Vorschriften zur Markttransparenz und -integrität finden sich in den Art. 31 ff. MiFID II, siehe dazu Kapitel D »On Venue Trading und die Zukunft des OTC Handels nach MiFID II« (Dreyer/Delgado-Rodriguez).

### a) Handelstransparenz und umfassendere Regulierung

MiFIR normiert die Transparenz an den Handelsplätzen.<sup>12</sup> Künftig unterliegen alle Finanzinstrumente, die auf einer Handelsplattform gehandelt werden können, der Verpflichtung

---

8 Siehe detailliert dazu Kapitel G »Neue Anforderungen im Verkaufs- und Anlageberatungsprozess« (Knippschild/Isik).

9 Siehe detailliert dazu Kapitel C »Von der Orderannahme bis zur Orderausführung« (Dreyer).

10 Erwägungsgrund 144, MiFID II.

11 Veil/Lerch: Auf dem Weg zu einem Europäischen Finanzmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung der Märkte für Finanzinstrumente – Teil I, WM 2012 Heft 33, 1557.

12 Art. 3 ff. MiFIR.

zur Vor- und Nachhandelstransparenz, und zwar unabhängig davon, ob die jeweilige Transaktionen in einem solchen Instrument auf einer solchen Handelsplattform, im Rahmen des Handels mit Kunden aus dem eigenen Bestand («Systematische Internalisierung») oder »OTC« stattgefunden hat. Damit wird der Umfang der Nachhandelstransparenz gegenüber MiFID I deutlich ausgeweitet, insbesondere auch auf Nicht-Equity-Instrumente. Erfasst sind somit auch:

- Anleihen,
- strukturierte Finanzprodukte,
- Emissionsrechte sowie
- Derivate.

Entsprechend sind bei vielen Marktteilnehmern zusätzliche Systeme und Prozesse betroffen, die angepasst werden müssen. Auch die Ausnahmen für verzögerte Veröffentlichung wurden mit MiFID II verändert.

Die Vorhandelstransparenz-Vorgaben für Handelsplätze wurden in Bezug auf Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und andere vergleichbare Finanzinstrumente ausgeweitet. Gleiches gilt für Systematische Internalisierer, sofern es für die entsprechenden Instrumente einen liquiden Markt gibt. Im Rahmen der Nachhandelstransparenz haben Marktbetreiber, d. h. Betreiber einer Handelsplattform oder Systematische Internalisierer (SI), sicherzustellen, dass die Transparenzvorschriften erfüllt werden. Herausfordernd ist dabei z. B. die Synchronisation der Timestamps über verschiedene Plattformen hinweg.

Die Anforderung, erfolgte Transaktionen bis spätestens zum Ende des Folgetags der jeweiligen Aufsichtsbehörde zu melden, wird gegenüber MiFID I auf alle Finanzinstrumente ausgeweitet, die auf Handelsplätzen gehandelt wurden, einschließlich (OTC-)Transaktionen in Instrumenten, die zum Handel auf einem Handelsplatz zugelassen wurden, oder Derivate, bei denen der zugrunde liegende Basiswert («Underlying») zum Handel auf einem Handelsplatz zugelassen ist.<sup>13</sup> Somit ist das Reporting wesentlich auszuweiten, kann aber in Teilbereichen auf das Reporting gemäß der Marktinfrastruktur-Verordnung EMIR aufsetzen, vgl. dazu Kapitel H »Neue Anforderungen im Regulatory Reporting« (Knippschild).

## **b) Regulierung von Hochfrequenzhandel und Marktmikrostruktur**

Die Anwendung der bereits unter MiFID I bestehenden Anforderungen an Systematische Internalisierer war bisher auf Aktien beschränkt. Künftig gelten diese Anforderungen für den Handel aus eigenen Beständen in Bezug auf alle Finanzinstrumente, sofern dieser Handel regelmäßig und systematisch erfolgt und entweder in Bezug auf das gesamte Handelsvolumen in diesem Instrument im EU-Markt oder in Bezug auf das Handelsvolumen der jeweiligen Wertpapierfirma in diesem Instrument als erheblich einzustufen ist.

Für den algorithmischen Handel gelten künftig erweiterte Anforderungen an Kontrollen und das Management von Risiken, um Marktverwerfungen durch sachlich unbegründete maschinelle Transaktionen zu verhindern. Ebenso haben Wertpapierfirmen, die ihren

---

13 Zur Meldung von Geschäften siehe Art. 24 ff. MiFIR.

Kunden direkten elektronischen Marktzugang gewähren, den Zugang sowie den Handel stärker zu überwachen.<sup>14</sup>

In diesem Kontext einer stärkeren Regulierung und Überwachung des Marktes steht auch die Anforderung an Market-Maker, künftig die Angemessenheit von Market-Making-Strategien darzulegen, und in Bezug auf Handelsplätze, durch die Vereinbarungen mit Market-Makern für eine ausreichende und vorhersehbare Liquidität in entsprechenden Instrumenten zu sorgen.

Die Anforderung an »Best Execution«, also die kundengünstigste Ausführung, gab es unter MiFID I bereits für regulierte Märkte. Diese werden nun ausgeweitet auf alle Handelsplattformen, sofern es sich um liquide Finanzinstrumente handelt. Auch sind künftig die jeweiligen »Top-5-Handelsplätze« jährlich zu veröffentlichen.<sup>15</sup>

### c) Zugang zu zentralen Gegenparteien, Handelsplätzen und Benchmarks

Die Verordnung MiFIR enthält neue Vorschriften für den Nachhandelsbereich, die dort größeren Wettbewerb ermöglichen sollen. Nachdem eine Transaktion an einem Handelsplatz zustande gekommen ist, muss sie durch einen Wechsel des Eigentümers vollzogen werden. Dabei springt oft eine zentrale Gegenpartei (Central Counterparty – CCP) ein, die beiden Parteien garantiert, dass das Geschäft erfüllt wird.

Teilweise ist es in Mitgliedstaaten der EU möglich, dass Handel und Clearing eng zusammenhängen. Dies ist der Fall, wenn Handelsplatz und CCP demselben Konzern angehören und technisch eng miteinander vernetzt sind. Hintergrund für solche Modelle ist, dass dadurch bei Derivaten ein effektives Risikomanagement möglich ist. Preisschwankungen im Lebenszyklus der Derivate können sofort an die CCP weitergegeben werden, die wiederum ihre Sicherheitsanforderungen entsprechend anpassen kann.<sup>16</sup>

Die MiFIR eröffnet auch konzernfremden Handelsplätzen beziehungsweise CCPs die Möglichkeit, sich einer CCP beziehungsweise einem Handelsplatz anzuschließen. Diese dürfen den Antrag auf Zugang jedoch ablehnen, wenn ein Anschluss mit zu hohen operationellen, finanziellen oder rechtlichen Risiken verbunden wäre. Außerdem kann die zuständige Heimataufsicht ein Zugangersuchen ablehnen, wenn es eine Liquiditätszersplitterung zur Folge hätte oder systemische Risiken signifikant erhöhen würde. ESMA wird diese komplexen technischen Fragen in technischen Standards konkretisieren.

MiFID II verfolgt das Ziel, dass alle Handelsplätze, d. h. geregelte Märkte, multilaterale Handelssysteme (MTF) und OTF, transparente und nicht diskriminierende Regeln festlegen, die den Zugang zu dem jeweiligen System regeln. Während an geregelte Märkte und MTF weiterhin ähnliche Anforderungen gestellt werden sollten, was die Frage angeht, wen sie

14 Die neuen Anforderungen an den Hochfrequenzhandel werden dargestellt in Kapitel E »Hochfrequenzhandel – was ist noch erlaubt? (Coridaß/Dreyer).

15 Siehe dazu auch Beitrag D »On Venue Trading und die Zukunft des OTC-Handels nach MiFID II« (Dreyer/Delgado-Rodriguez).

16 Revision der MiFID: Überblick über die Regelungen der neuen Finanzmarktrichtlinie und -verordnung, Jacobs/Beker: BaFin, 1. August 2014.

als Mitglieder oder Teilnehmer zulassen dürfen, sollten OTF in der Lage sein, den Zugang zu bestimmen und einzuschränken.<sup>17</sup>

Die Zugangsregeln der MiFIR erfassen auch Benchmarks und Indizes. Sie ermöglichen es dritten Wettbewerbern, vom Inhaber eines Index, z. B. des DAX, gegen eine Lizenzgebühr Informationen für Handels- und Clearing-Zwecke zu verlangen, etwa zur konkreten Zusammensetzung des Index.

#### **d) Handelspflicht für OTC-Derivate**

Ein wichtiger Punkt auf der G20-Reformagenda ist, dass hinreichend standardisierte OTC-Derivate zentral geclart und – soweit angemessen – organisiert gehandelt werden sollen. Die Anforderung des zentralen Clearings wird durch die Europäische Marktinfrastruktur-Verordnung (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) und entsprechende technische Standards umgesetzt, während die Handelspflicht für OTC-Derivate in der MiFIR niedergelegt ist.<sup>18</sup> MiFIR soll das EMIR-Regime festigen und ergänzen.<sup>19</sup> Handelspflichtig sind OTC-Derivate, wenn die in Betracht kommenden Instrumente an einem Handelsplatz, z. B. an einer OTF, zum Handel zugelassen sind und über ein Liquiditätsprofil verfügen, das einen organisierten Handel ermöglicht. ESMA kann auch OTC-Derivate der Handelspflicht unterwerfen, die nicht der zentralen Clearing-Pflicht unterliegen, wenn sie hinreichend standardisiert und liquide sind.<sup>20</sup> Dabei ist es von enormer Bedeutung für Marktteilnehmer, zu prüfen, ob es innerhalb der Bank eine Plattform oder Marktpraxis gibt, die geeignet ist, als Handelsplattform unter MiFID II, also als regulierter Markt (RM), multilaterale Handelsplattform (MTF) oder organisierte Handelsplattform (OTF) zu gelten. Sofern eine solche Plattform oder Marktpraxis vorliegt, greifen die Transparenzanforderungen. Dies hat Auswirkungen auf die IT-Systeme, aber auch auf die Ertragsmodelle. Eine detaillierte Darstellung enthält Kapitel D »On Venue Trading und die Zukunft des OTC-Handels nach MiFID II« (Dreyer/Delgado-Rodriguez).

#### **e) Warenderivate**

Das Konsultationspapier vom Dezember 2014 geht auf Warenderivate ein. Hier ist erkennbar, dass es auf europäischer Ebene den politischen Willen gibt, diesen Bereich strenger zu regulieren (Stichwort: Lebensmittelspekulation). Zwar erfassen weder die MiFID I noch die MiFID II (direkt) den Handel mit Waren. Waren sind keine Finanzinstrumente. Dies gilt jedoch nicht für Warenderivate, soweit diese als Finanzinstrumente ausgestaltet sind.<sup>21</sup> Der Handel mit solchen Warenderivaten stellt regelmäßig eine Wertpapierdienstleistung dar. Die Regulierung konkretisiert die Methoden zur Berechnung der Position Limits und zur Aggre-

---

17 Erwägungsgrund 14, MiFID II.

18 Art. 28 MiFIR.

19 Parmentier: Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts 2012–2013, EuZW 2014, 50.

20 Jacob/Beker: Revision der MiFID: Überblick über die Regelungen der neuen Finanzmarkttrichtlinie und -verordnung, BaFin, 1. August 2014.

21 Geier/Schmitt: MiFID-Reform: der neue Anwendungsbereich der MiFID II und MiFIR, WM 2013, S. 915.

gation von Positionen innerhalb von Unternehmen. Diese Anforderung verdeutlicht, dass der Regulator bzw. die jeweilige Aufsichtsbehörde lenkend eingreifen möchte. Konkret folgt daraus, dass in einem oder mehreren Warenderivate ein Limit gesetzt werden kann. Darüber hinaus wird präzisiert, unter welchen Umständen Personen nicht der MiFID unterliegen, weil sie den Handel bzw. Finanzdienstleistungen in Warenderivaten und Emissionsrechten im Vergleich zum Hauptgeschäft lediglich als Nebentätigkeit ausüben.<sup>22</sup> Für Warenderivate wird die Möglichkeit eingeführt, Position Limits zu definieren und seitens der Aufsicht in besonderen Fällen auch eine Reduzierung von Positionen zu verlangen. Diesen Aspekt von MiFID II beleuchtet Kapitel F »Commodity Trading im Wandel« (Temporale/Milkowski).

### 3. Governance

Über die Themen Markt und Wettbewerb sowie Anlegerschutz hinaus finden sich in der MiFID II auch Anforderungen an Governancethemen. Der europäische Gesetzgeber hat erkannt, dass Schwächen in der Corporate Governance von Finanzinstituten für die Finanzmarktkrise mitursächlich waren.<sup>23</sup> Folgerichtig wird nun die Rolle der Leitungsorgane von Wertpapierfirmen und Marktbetreibern geregelt (vgl. Art. 9 und 48 MiFID). So ist künftig die Vergütungspolitik so zu gestalten, dass es nicht zu Interessenkonflikten i. S. d. Empfehlung des für Anleger am besten geeigneten Produkts, etwa durch abweichende Vertriebsvorgaben, kommen kann. Konkret ist es untersagt, beispielsweise durch Vergütung, Verkaufsziele oder in anderer Weise, Anreize zu schaffen, ein bestimmtes Finanzinstrument zu empfehlen oder zu verkaufen, obwohl ein anderes Produkt den Bedürfnissen des Kunden besser entspräche.<sup>24</sup>

Für gebundene Vermittler wird die Verantwortung der jeweiligen Wertpapierfirma verstärkt, und in Bezug auf die schon unter MiFID I definierten Vorgaben zu Interessenkonflikten legt nun MiFID II verstärkt Wert auf die Vermeidung dieser Konflikte, wo dies möglich ist – Offenlegung allein ist künftig nicht mehr ausreichend.

Daneben stellt MiFID II ergänzend für Nicht-Kreditinstitute Anforderungen in den Themen Anzahl zulässiger Vorstands- und Aufsichtsratsmandate, konkrete Verantwortung dieser Gremien sowie Überprüfung der Eignung der Gremienmitglieder. Diese Regelungen finden sich bereits in der Capital Requirements Directive (CRD I), die für Kreditinstitute gilt, und werden durch die MiFID II auch für Wertpapierfirmen umgesetzt, die keine Kreditinstitute sind.

---

22 MiFID II/MiFIR: ESMA konsultiert Entwürfe für Technische Regulierungs- und Durchführungsstandards, BaFin, 19. Dezember 2014.

23 Erwägungsgrund 5, MiFID II.

24 Erwägungsgrund 77, MiFID II.

## IV. Fazit

Sicherlich hatten auch bisherige europäische regulatorische Vorgaben nicht nur administrative und technologische Auswirkungen, sondern haben zugleich die Geschäftsmodelle beeinflusst. So hat die MiFID I konkrete Anforderungen in Bezug auf die Angemessenheits- und Geeignetheitsprüfungen bei Wertpapieraufträgen gestellt. Dennoch ist die Auswirkung auf die Geschäftsmodelle im Vergleich zu dem, was unter MiFID II/MiFIR zu erwarten ist, eher gering geblieben. Beispielsweise hat MiFID I bereits Transparenzpflichten für den Handel mit Aktien aus dem eigenen Buch (»Systematische Internalisierer«) vorgesehen, jedoch haben sich europaweit nur 11 Wertpapierfirmen als solche registriert.<sup>25</sup>

Die MiFID II/MiFIR beinhaltet hier wesentlich weiter gehende Vorgaben sowohl in Bezug auf Systematische Internalisierung (nicht mehr nur Aktien, sondern grundsätzlich alle Finanzinstrumente), als auch in Bezug auf Transparenzvorgaben und ggf. die verpflichtende Ausführung auf einer regulierten Handelsplattform im bisherigen OTC-Handel.

Insgesamt kann man feststellen, dass die MiFID II/MiFIR in wesentlich stärkerem Umfang als andere Regularien die bestehenden Geschäftsmodelle beeinflusst – einige der bisherigen Modelle werden nicht mehr rentabel sein, andere überhaupt nicht mehr zulässig. Im folgenden Abschnitt werden einige dieser Auswirkungen in Bezug auf die strategischen Fragestellungen diskutiert, die sich betroffene Wertpapierfirmen hier stellen sollten.

Dabei ist für die betroffenen Marktteilnehmer zu beachten, dass die Eingriffsbefugnisse und Sanktionen der Aufsichtsbehörden wirkungsvoller ausgestaltet sind als bisher. Verwaltungssanktionen und -maßnahmen richten sich nicht nur gegen Wertpapierfirmen und Marktbetreiber, sondern auch gegen diejenigen Personen, die für einen Verstoß einer Wertpapierfirma verantwortlich sind.<sup>26</sup>

## V. Ausblick

Die Anforderungen an die Beratung im Wertpapiergeschäft werden deutlich umfangreicher: von der Dokumentation der Beratung, die in Deutschland bereits Bestandteil des bestehenden WpHG ist, über den erweiterten Ausweis von Kosten und Zuwendungen bis hin zu verschärften Anforderungen an die Qualitätsverbesserung bei Einbehalt von Zuwendungen in der nicht unabhängigen Beratung.<sup>27</sup> Die unabhängige Beratung tritt nun daneben als alternativ

---

25 Vgl. Liste auf der Webseite der ESMA, im Januar 2015 fanden sich dort 11 Einträge: [http://mifid-database.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks\\_id=16&language=0&pageName=MiFIDSystematicSearch&subsection\\_id=0](http://mifid-database.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=16&language=0&pageName=MiFIDSystematicSearch&subsection_id=0).

26 Rüdiger/Lerch: Auf dem Weg zu einem Europäischen Finanzmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung der Märkte für Finanzinstrumente – Teil II, WM 2012 Heft 34, 1605.

27 Siehe dazu Kapitel G »Neue Anforderungen im Verkaufs- und Anlageberatungsprozess« (Knippschild/Isik).