



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 20.10.2011
SEK(2011) 1227 endgültig

ARBEITSDOKUMENT DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

Begleitunterlage zum

Vorschlag für eine

RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

über Märkte für Finanzinstrumente [Neufassung]

und zum

Vorschlag für eine

VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

über Märkte für Finanzinstrumente

{KOM(2011) 656 endgültig}

{SEK(2011) 1226 endgültig}

ARBEITSDOKUMENT DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

Begleitunterlage zum

Vorschlag für eine

RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

über Märkte für Finanzinstrumente [Neufassung]

und zum

Vorschlag für eine

VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

über Märkte für Finanzinstrumente

1. EINGRENZUNG DES PROBLEMS

Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) bildet den Rechtsrahmen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen für Finanzinstrumente durch Banken und Wertpapierfirmen (wie Vermittlung, Beratung, Handel, Portfolioverwaltung, Übernahme von Emissionen usw.) sowie für den Betrieb geregelter Märkte durch Marktbetreiber und legt die entsprechenden Befugnisse und Pflichten der nationalen zuständigen Behörden fest.

Das übergeordnete Ziel ist die Förderung der Integration, Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz der EU-Finanzmärkte. Seit Inkrafttreten der Richtlinie konnten die Mitgliedstaaten nicht mehr verlangen, dass der gesamte Handel mit Finanzinstrumenten an bestimmten Börsen stattfindet. Damit wurde ein europaweiter, freier Wettbewerb zwischen den traditionellen Börsen und alternativen Handelsplätzen ermöglicht. Darüber hinaus eröffnete die Richtlinie für Banken und Wertpapierfirmen bessere Möglichkeiten für eine EU-weite Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, sofern bestimmte organisatorische Anforderungen und Meldepflichten sowie ein umfassender Anlegerschutz eingehalten werden.

Innerhalb von dreieinhalb Jahren wurde – auch durch den technologischen Fortschritt – mehr Wettbewerb zwischen den Handelsplätzen für Finanzinstrumente erreicht und die Anleger konnten aus einem breiteren Spektrum an Dienstleistungsanbietern und Finanzinstrumenten auswählen. Insgesamt sind die Transaktionskosten zurückgegangen und hat sich die Integration verstärkt. Allerdings sind verschiedene Probleme zutage getreten.

1.1. Ungleiche Voraussetzungen für Märkte und Marktteilnehmer

Die Umsetzung der MiFID-Richtlinie und der technologische Fortschritt haben die Struktur der Finanzmärkte – vor allem bei den Eigenkapitalinstrumenten – europaweit drastisch verändert und führten dazu, dass sich die Marktteilnehmer in ihrem Verhalten diesen Entwicklungen angepasst haben.

Erstens kann es in der Praxis vorkommen, dass MTF, auch wenn sie vergleichbare Dienstleistungen für geregelte Märkte anbieten, einer weniger strengen Regulierung und Aufsicht unterliegen. Ferner haben sich neue Handelsplätze und Marktstrukturen, wie etwa „Broker-Crossing“-Systeme und Handelsplattformen für Derivate, herausgebildet, die den MTF oder systematischen Internalisierern vergleichbare Tätigkeiten ausführen, ohne den gleichen Vorschriften (Transparenz und Anlegerschutz) zu unterliegen.

Außerdem geben rasante technologische Veränderungen, vor allem die Zunahme des automatisierten Handels und des Hochfrequenzhandels Anlass zu Bedenken hinsichtlich möglicher neuer Risiken für die geordnete Funktionsweise der Märkte und dies umso mehr, als nicht alle Händler an den Hochfrequenzmärkten unter die Genehmigungs- und Aufsichtspflicht nach der MiFID-Richtlinie fallen.

Drittens gab der zunehmende außerbörsliche Handel (OTC) mit Eigenkapitalinstrumenten bei einigen nationalen Aufsichtsbehörden Anlass zu Bedenken hinsichtlich der Qualität der Preisbildung an den Börsen und deren Repräsentativität. Darüber hinaus vereinbarten die G20, den Handel mit standardisierten OTC-Derivaten gegebenenfalls an Börsen oder elektronische Handelsplattformen zu verlagern.

1.2. Probleme von KMU beim Zugang zu den Finanzmärkten

Für kleine und mittlere Unternehmen wird es im Vergleich zu größeren Emittenten immer schwieriger und kostspieliger, Kapital an Aktienmärkten aufzunehmen. Diese Probleme sind auf die mangelnde Sichtbarkeit der KMU-Märkte, auf die fehlende Marktliquidität für KMU-Aktien und auf die hohen Kosten für ein erstes öffentliches Zeichnungsangebot zurückzuführen.

1.3. Fehlende Transparenz für Marktteilnehmer

Bedenken wurden geäußert, dass die in der MiFID-Richtlinie festgeschriebene Transparenzregelung für Marktteilnehmer sowohl der Märkte für Eigenkapitalinstrumente als auch der Märkte für Nicht-Eigenkapitalinstrumente nicht ausreicht.

An den Märkten für Eigenkapitalinstrumente hat die Zunahme des elektronischen Handels die Bildung „dunkler Liquidität“ und die Verwendung „geheimer Orderbücher“ erleichtert, mit denen Marktteilnehmer ihre Kosten verringern. Der zunehmende Rückgriff auf die „dunkle Liquidität“ wirft jedoch Fragen der Regulierung auf, da er letztlich die Qualität der Preisfeststellungsmechanismen auf den „lit“-Märkten beeinträchtigen kann. Marktteilnehmer wie auch Aufsichtsbehörden haben Bedenken hinsichtlich der Zeitverzögerungen bei der Veröffentlichung von Berichten über den Handel an Märkten für Eigenkapitalinstrumente geäußert.

Für Märkte für andere Instrumente als Eigenkapitalinstrumente, die nur auf nationaler Ebene geregelt sind, gelten die Transparenzvorschriften der MiFID-Richtlinie nicht, was nicht immer als ausreichend erachtet wird.

Ferner geht es um die Frage der Qualität und des Formats der Informationen sowie um die für die Informationen berechneten Kosten und das Problem der Konsolidierung der Informationen. Werden diese Fragen nicht erschöpfend behandelt, könnten sie die übergeordneten Ziele der MiFID im Hinblick auf Transparenz, Wettbewerb zwischen Finanzdienstleistungsanbietern und Anlegerschutz untergraben.

1.4. Mangelnde Transparenz für Regulierungsbehörden und unzureichende Aufsichtsbefugnisse in Kernbereichen

Die verstärkte Präsenz von Anlegern an den Warenmärkten hat, vor allem an einigen Schlüsselmärkten für Benchmark-Warenderivate (wie dem Öl- und Agrarmarkt), möglicherweise zu übermäßigen Preisanstiegen und Preisschwankungen geführt. Bei Derivaten und vor allem Warenderivaten besteht keine Aufsicht über Positionen und ihre Verwaltung, die Marktstörungen und eine Schädigung von Anlegern vermeiden könnte. Der Mangel an Klarheit und Kohärenz beim Rechtsrahmen für Emissionszertifikate wirkt sich negativ auf die Marktintegrität und den Anlegerschutz am Kassa-Sekundärmarkt für Emissionszertifikate aus.

Die bestehenden Meldepflichten für Geschäfte verschaffen den zuständigen Behörden keinen vollständigen Überblick über den Markt, da sie zu eng gefasst sind (z. B. sind nur außerbörslich gehandelte Finanzinstrumente derzeit nicht meldepflichtig) und stark voneinander abweichen.

Die Erfahrungen vor allem während der Finanzkrise haben gezeigt, dass es an Befugnissen fehlt, den Handel oder Vertrieb eines Produkts oder einer Dienstleistung im Falle nachteiliger

Entwicklungen oder Beschränkungen zu verbieten oder einzuschränken, sowie an investigativen Befugnissen oder Sanktionen.

1.5. Unzureichender Anlegerschutz

Einige Bestimmungen der geltenden MiFID-Richtlinie führen dazu, dass Anleger keinen ausreichenden oder angemessenen Anlegerschutz genießen, so dass ihnen möglicherweise Finanzprodukte verkauft werden, die für sie nicht geeignet sind, oder sie Anlageentscheidungen treffen, die für sie suboptimal sind.

Zunächst werden die Dienstleistungsanbieter von der MiFID-Richtlinie nur uneinheitlich erfasst – so werden einige Wertpapierfirmen und Produkte, etwa strukturierte Einlagen, überhaupt nicht oder nur unzureichend erfasst.

Zweitens bestehen Unsicherheiten bezüglich einiger Dienstleistungen für Anleger, wie beispielsweise hinsichtlich des Umfangs von Dienstleistungen, die sich ausschließlich auf die Ausführung beschränken, der Qualität der Anlageberatung oder der Grundlagen für Anreize. Was Letztere anbelangt, erwiesen sich die MiFID-Vorschriften für die Offenlegung von Anreizen seitens Dritter für Anleger nicht immer als besonders klar oder verständlich.

Drittens warfen Fälle nicht kundengerechter Verkäufe Fragen hinsichtlich der Bereitstellung von Dienstleistungen für andere Anleger als Kleinanleger und der Klassifizierung von Kunden auf.

Schließlich könnten fehlende Daten zur Ausführungsqualität Wertpapierfirmen in ihrer Fähigkeit einschränken, den bestmöglichen Handelsplatz für die Ausführung eines Geschäfts für einen Kunden auszuwählen.

1.6. Schwächen in einigen Bereichen der Organisation, der Verfahren, der Risikokontrollen und der Bewertung von Marktteilnehmern

Hier bestehen zwei größere Problembereiche. Erstens zeigte sich bei den jüngsten Ereignissen, dass die Aufgaben der Mitglieder der Unternehmensleitung und die organisatorischen Vorkehrungen für die Einführung neuer Produkte, Geschäfte und Dienstleistungen unzureichend festgelegt sind und dass Schwächen bei der Kontrolle bestehen. Zweitens zeigten zahlreiche Beschwerden von Kunden, die in mehreren Mitgliedstaaten registriert sind, dass es an speziellen organisatorischen Vorschriften für die Portfolioverwaltung, die Übernahme der Emission und die Platzierung von Wertpapieren mangelt.

1.7. Hindernisse für den Wettbewerb bei Clearing-Infrastrukturen

Die Entwicklungen bei der Art und Weise, wie Handelsplätze in der EU mit Betreibern von Clearing-Diensten verbunden sind, haben eine Reihe von Hindernissen für einen wirksamen grenzübergreifenden Wettbewerb aufgedeckt. Während die Vorzüge und relativen Stärken einerseits vertikal integrierter Handels- und Clearing-Plattformen und andererseits horizontal orientierter Clearing-Häuser, die Dienstleistungen für unterschiedliche Handelsplattformen anbieten, weiterhin diskutiert werden, haben diese Hindernisse den EU-weiten Wettbewerb auf der Ebene der durch die MiFID-Richtlinie geöffneten Handelsplattformen behindert.

2. ANALYSE DER SUBSIDIARITÄT

Die meisten der im Zuge der Überarbeitung behandelten Aspekte werden bereits jetzt durch den gemeinschaftlichen Besitzstand und die MiFID abgedeckt.. Im Übrigen sind Finanzmärkte ihrem Wesen nach grenzüberschreitender Natur und werden dies künftig in noch stärkerem Maße sein. Internationale Märkte erfordern internationale Regeln, die so weit reichen wie möglich. Die Bedingungen, unter denen Firmen und Betreiber in diesem Kontext miteinander in Wettbewerb treten können, müssen – ob es um die Vorschriften zur Vor- und zur Nachhandelstransparenz, um den Anlegerschutz oder um die Bewertung und Kontrolle von Risiken durch die Marktteilnehmer geht – über Grenzen hinweg einheitlich sein. Dies ist derzeit ein zentrales Anliegen der MiFID. In manchen Bereichen haben Mitgliedstaaten, soweit es gemäß der Richtlinie zulässig ist, bereits strengere Anforderungen eingeführt. Damit sind sie jedoch das Problem nur innerhalb ihrer eigenen Grenzen angegangen. Mit unkoordinierten Maßnahmen entstehen keine gleichen Voraussetzungen und kein einheitliches Niveau für den Anlegerschutz und die Marktintegrität. Um das durch die MiFID-Richtlinie festgelegte Regelwerk im Lichte der seit der Umsetzung der Richtlinie eingetretenen Entwicklungen an den Finanzmärkten zu aktualisieren und zu ändern, bedarf es Maßnahmen auf europäischer Ebene.

Bei der Umsetzung der vorgeschlagenen neuen Rechtsvorschriften sollte auch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) eine wichtige Rolle spielen. Eines der Ziele bei der Gründung der europäischen Behörde war die weitere Verbesserung der Funktionsweise des Binnenmarkts für Wertpapiere. Damit die ESMA mit den notwendigen Befugnissen ausgestattet wird, sind neue Vorschriften auf EU-Ebene nötig.

3. ZIELE

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen bestehen die allgemeinen Ziele der Überarbeitung der MiFID-Richtlinie in der Stärkung des Anlegervertrauens, der Verringerung der Risiken von Marktturbulenzen und systemischer Risiken, der Steigerung der Effizienz der Finanzmärkte und einer Verringerung der Kosten für die Teilnehmer.

Um diese allgemeinen Ziele erreichen zu können, müssen die folgenden Einzelziele verwirklicht werden:

- (1) gleiche Voraussetzungen für die Marktteilnehmer
- (2) größere Markttransparenz für Marktteilnehmer
- (3) größere Transparenz gegenüber Regulierungsbehörden und Ausweitung der Befugnisse der Regulierungsbehörden in Schlüsselbereichen sowie verstärkte Koordinierung auf europäischer Ebene
- (4) verbesserter Anlegerschutz
- (5) Bewältigung des Problems organisatorischer Mängel, übermäßiger Risikobereitschaft oder fehlender Kontrolle durch Wertpapierfirmen und Marktbetreiber

4. POLITISCHE OPTIONEN

Bei der Überarbeitung wurde ein äußerst großes Spektrum politischer Optionen betrachtet.

Die Optionen hinsichtlich des ersten allgemeinen Ziels erstrecken sich auf die geeignete Regulierung aller Marktstrukturen, die Berücksichtigung der Bedürfnisse kleinerer Teilnehmer wie KMU sowie auf neue Handelstechnologien. Dies beinhaltet verschiedene Nachbesserungen des Rechtsrahmens für bestehende Handelsplätze, der Genehmigungsaufgaben und der Möglichkeit, eine neue Kategorie von Handelsplätzen zu schaffen, so genannte organisierte Handelssysteme (OTF), die für den Teil des Handels mit Eigenkapitalinstrumenten gelten würden, der derzeit über „Broker-Crossing“-Systeme (BCS) abgewickelt wird, sowie für den Handel mit Derivaten unterschiedlicher Formate. Die beiden speziell für die KMU ausgewählten Optionen bestehen darin, entweder eine maßgeschneiderte Regelung für KMU-Märkte einzuführen oder eine von der Branche angeführte Initiative zu fördern, mit der die Sichtbarkeit dieser Märkte erhöht werden soll. Hinsichtlich der Technologien liegt der Schwerpunkt auf einer besseren Kontrolle der Nutzer dieser Systeme sowie der Art und Weise ihres Marktzugangs.

Die Optionen für das zweite allgemeine Ziel – die Erhöhung der Handelstransparenz – beinhalten die Anpassung der geltenden Vorschriften für Eigenkapitalinstrumente und die Festlegung neuer Vorschriften für die einzelnen Formate für Märkte für Nicht-Eigenkapitalinstrumente. Darüber hinaus werden auch mehrere Optionen geprüft, wie sich die Kosten für die Marktdaten verringern und der Zugang zu diesen Daten mit Hilfe eines konsolidierten Datentickers verbessern lassen.

Zur Erreichung des dritten Ziels könnten die Befugnisse der Regulierungsbehörden durch Einführung verschiedener Maßnahmen gestärkt werden, etwa durch Genehmigungsaufgaben für neue Tätigkeiten, ein System des Positionsmanagements und eine Verschärfung der unterschiedlichen Systeme für die Auferlegung von Sanktionen. Für die Harmonisierung der Bedingungen für die Drittparteienregelung böten sich verschiedene rechtliche Möglichkeiten an, wobei auch verschiedene Optionen für die Erweiterung des Umfangs der Meldungen über Transaktionen und die Verbesserung der Kanäle für diese Meldungen vorgelegt werden. Besondere Aufmerksamkeit gilt den Warenderivatemarkten. Durch die Einführung verschiedener Mechanismen sollen Volatilität sowie die Akteure auf diesen Märkten und deren Tätigkeiten besser kontrolliert werden.

Hinsichtlich des vierten Ziels – die Stärkung des Anlegerschutzes – bestehen mehrere Optionen, die sich jeweils auf bestimmte Dienstleistungsbereiche konzentrieren, wie die Anlageberatung oder komplexe Produkte, für die strengere Bestimmungen und eine erweiterte Informationspflicht eingeführt werden könnten.

Das letzte Ziel ließe sich über verschiedene Strategien erreichen, mit denen die Corporate Governance gestärkt, die Auflagen für die Organisation bestimmter Dienstleistungen wie der Portfolioverwaltung verschärft und das System für die Aufzeichnung von Telefongesprächen oder elektronischen Mitteilungen stärker harmonisiert werden.

5. ABWÄGUNG DER FOLGEN DER BEVORZUGTEN OPTIONEN

Die verschiedenen Optionen wurden im Hinblick auf ihre Effizienz und Wirksamkeit bei der Erreichung der jeweiligen Ziele bewertet. Aus dem Vergleich der politischen Optionen ergibt sich folgendes Fazit:

Für das erste allgemeine Ziel besteht die erste bevorzugte Option in der Schaffung eines OTF-Systems mit den folgenden drei Zielen: i) Einführung eines angemessenen Rechtsrahmens für „Broker-Crossing“-Systeme an den Märkten für Eigenkapitalinstrumente, ii) Einführung eines angemessenen Rechtsrahmens für unterschiedliche Arten von Handelssystemen, bei denen es sich um derzeit nicht geregelte Handelsplätze handelt und iii) Schaffung von Grundlagen mit ausreichender Dynamik für die Aufnahme künftiger Handelssysteme und Lösungen. Die zweite bevorzugte Lösung besteht in der weiteren Regulierung von Firmen, die im automatisierten Handel tätig sind, sowie der Marktbetreiber selbst, insbesondere im Hinblick auf ein robustes Risikomanagement und betriebliche Sicherungsmaßnahmen. Mehrere Optionen, die den Hochfrequenzhandel mit nachteiligen Auswirkungen auf die Marktliquidität eingeschränkt hätten – etwa durch die Auferlegung einer Mindestfrist für die Verweildauer von Aufträgen im Orderbuch – wurden nicht weiter verfolgt. Hinsichtlich der KMU wurde die von der Branche angeführte Initiative gemessen an ihrem begrenzten potenziellen Nutzen als zu kostspielig betrachtet und daher fallen gelassen.

Die bevorzugte Option für das zweite Ziel besteht in einer Kombination aus der Straffung bestehender Transparenzregelungen für die Märkte für Eigenkapitalinstrumente und der Einführung einer maßgeschneiderten Transparenzregelung, die an jede Art von Nicht-Eigenkapitalfinanzinstrumenten (z. B. Anleihen und Derivate) angepasst wird. Damit dürfte ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Transparenz und Liquidität hergestellt werden.

Hinsichtlich der Befugnisse und Kohärenz der Aufsichtspraxis besteht die wichtigste bevorzugte Option in einer Kombination aus der Möglichkeit zum Verbot neuer Dienstleistungen und Produkte und einem System des Positionsmanagements. Dies stärkt die Befugnisse der Regulierungsbehörden bei der Bewältigung von Risiken für den Anlegerschutz, die Marktstabilität oder von Systemrisiken. Ferner wird die Stärkung der Zusammenarbeit zwischen den für Waren- und Finanzmärkte zuständigen Regulierungsbehörden zu geordneteren und stabileren Warenderivatemarkten beitragen.

Hinsichtlich der Transparenz gegenüber Regulierungsbehörden wird eine Kombination aus der Erweiterung des Umfangs der Meldungen von Geschäften und eines verbesserten Meldesystems bevorzugt; dies soll durch die Einführung genehmigter Meldemechanismen erfolgen, die eine sehr viel umfangreichere Überwachung der Märkte durch die Regulierungsbehörden und damit eine verstärkte Marktintegrität ermöglichen.

An den Warenderivatemarkten werden ein neues System für die Positionsmeldungen und die Überprüfung der bislang für einige Warenhändler geltenden Ausnahmen die Transparenz sowohl gegenüber den Regulierungsbehörden als auch der Öffentlichkeit erhöhen und sie in die Lage versetzen, die Auswirkungen des Zuflusses an Finanzanlagen auf die Preisbildung und die entsprechende Preisvolatilität besser beurteilen zu können.

Schließlich wird die Ausweitung der Anwendung der MiFID-Richtlinie auf den Handel mit Emissionszertifikaten an den Kassa-Sekundärmärkten eine angemessene Regulierung und Aufsicht des CO₂-Kassamarkts gewährleisten und den Rechtsrahmen für Waren- und Derivatemarkte sowie für Primär- und Sekundärmärkte aufeinander abstimmen.

Die ausgewählten Optionen für das vierte Ziel werden zunächst den Regulierungsumfang für Produkte, Dienstleistungen und Anbieter erweitern und den Anlegerschutz stärken, indem dafür gesorgt wird, dass Anbieter von Wertpapierdienstleistungen (z. B. werden für kleine Anlageberater, die derzeit nicht unter die MiFID fallen, nationale analoge Wohlverhaltensregeln gelten) sowie Produkte (z. B. strukturierte Einlagen) angemessen

erfasst werden. Ferner würde die Liste komplexer Produkte, die ausschließlich auf Ausführungsbasis veräußert werden können, verkürzt und die Informationspflicht gegenüber Kunden gestärkt werden. Die Option, die Regelung für die ausschließliche Ausführung vollständig zu streichen, wurde verworfen, da sie für einige Kundenkategorien mit guten Finanzkenntnissen ein zu großer Einschnitt und zu kostspielig gewesen wäre. Die Qualität der Anlageberatung wird durch die Festlegung der Bedingungen für die Bereitstellung einer unabhängigen Beratung verbessert. Schließlich wird das Verbot von Anreizen für die unabhängige Anlageberatung und die Portfolioverwaltung den Interessenkonflikt der Firmen, die diese Dienste anbieten, auflösen und die Qualität der Dienstleistungen für Anleger verbessern.

Die bevorzugte Option für das letzte Ziel besteht in einer Kombination aus der Stärkung der Rolle der Unternehmensleitung, insbesondere bei der Kontrolle und bei besonderen organisatorischen Auflagen für die Portfolioverwaltung und der Übernahme von Emissionen, die wesentliche Bereiche für den Anlegerschutz und die Marktintegrität sind und damit zu einem kohärenteren Rechtsrahmen in Europa beitragen. Die Einführung einer neuen eigenen Abteilung für die Bearbeitung von Kundenbeschwerden wurde hingegen als zu kostspielig und unflexibel verworfen.

6. ÜBERWACHUNG UND BEWERTUNG

Die Kommission wird beobachten, wie die Mitgliedstaaten die in der Gesetzesinitiative zu den Märkten für Finanzinstrumente vorgeschlagenen Änderungen anwenden. Drei Jahre nach Ablauf der Frist für die Umsetzung des Rechtsakts könnten die Folgen der Anwendung der Rechtsvorschrift in einem Bericht an den Rat und das Parlament bewertet werden. Dieser Bericht könnte sich auf verschiedene Berichte zur Bewertung der praktischen Auswirkungen der einzelnen vorstehend genannten Regulierungsmaßnahmen stützen.