

## MiFID II - Komplexität der Regulierung und Zusammenhang zum SREP

Am 8. Dezember 2010 leitete die europäische Kommission eine Konsultation zur Überprüfung der im November 2007 in Kraft getretenen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID,<sup>1)</sup> auch als Finanzmarktrichtlinie oder MiFID I bekannt, ein.<sup>2)</sup> Der damals zuständige EU Kommissar Michel Barnier erläuterte die Hintergründe für die überprüfende Konsultation wie folgt: „Ursprüngliches Ziel der MiFID, dieses Kernstücks der europäischen Gesetzgebung, war es, einen soliden gemeinsamen Regulierungsrahmen für Europas Wertpapiermärkte zu schaffen. Die MiFID war in vielerlei Hinsicht ein Erfolg. Inzwischen hat sich die Welt jedoch verändert und wir alle wissen, dass der bestehende Rechtsrahmen verbesserungsbedürftig ist. Meine Absicht ist es, durch eine Überarbeitung der MiFID den Regulierungsrahmen zu stärken und dabei den neuen Entwicklungen und der Präsenz neuer Akteure auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen. Mit diesem Rahmen sollen Transparenz und Effizienz der Märkte gesteigert und der Anlegerschutz verbessert werden.“<sup>3)</sup>

### Regulierungsrahmen für die Gesamtheit der Wertpapierdienstleistungen

Neben dem allgegenwärtigen Thema des stärkeren Anlegerschutzes hinsichtlich einer angemessenen Beratung in geeigneten Anlagen lag der Fokus der Konsultation vor allem auf der Schaffung eines Regulierungsrahmes für die Gesamtheit der Wertpapierdienstleistungen und Investmenttätigkeiten und somit auf der Vermeidung von Risiken aus nicht aufgedeckten Tätigkeiten, welche aus der zunehmenden Komplexität der Finanzmärkte resultieren. Das Augenmerk wurde ebenfalls auf die Transparenzvorschriften (pre- und post-trade) gelegt, die bislang nur für Aktien galten, sowie auf die Volatilität der Rohstoffpreise

an Warenderivatemarkten, welche Maßnahmen für das zukünftige Funktionieren selbiger notwendig machen.

Die Stellungnahmen aller an der Konsultation beteiligten Marktteilnehmer, Regierungsbehörden und sonstiger Anspruchsgruppen, von denen die Europäische Kommission insgesamt mehr als 4 200 erhielt, waren bis zum 2. Februar 2011 abzugeben und sind in die Legislativvorschläge eingeflossen. Diese bestehen aus einer Richtlinie und einer Verordnung und wurden am 20. Oktober 2011 durch die Europäische Kommission dem Europäischen Parlament und dem Rat zur Beratung und Verabschiedung vorgelegt.<sup>4)</sup>

Nach dem Entwurf einer Stellungnahme durch den ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments am 16. März 2012 sowie

der am 31. August 2012 erfolgten Finalisierung der Kompromissvorschläge durch die Ratspräsidentschaft konnte am 26. Oktober 2012, nach Abstimmung des ECON-Ausschusses am 26. September 2012, der Beschluss über die geänderte Vorlage durch das Parlament gefasst werden. Die daraufhin am 21. Juni 2013 aufgenommenen Trilog-Verhandlungen zwischen Europäischer Kommission, dem Europäischen Parlament sowie dem Europäischen Rat führten zur Verabschiedung von MiFID II und MiFIR<sup>5)</sup> am 15. April 2014.

### Umsetzung in mehreren Stufen

Das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union haben die Richtlinie 2014/65/EU<sup>6)</sup> (MiFID II) am 15. Mai 2014 erlassen. Die Veröffentlichung der am 2. Juni 2014 wirksam gewordenen Richtlinie im Amtsblatt der Europäischen Union erfolgte am 12. Juni 2014, 20 Tage später – am 2. Juli 2014 – trat die Richtlinie in Kraft. Sie fordert eine Umsetzung der EU-Mitgliedsstaaten in das jeweils nationale Recht bis zum 3. Juli 2016. Anzuwenden sind die neuen Regelungen verpflichtend ab dem 3. Januar 2017. Die begleitende Verordnung (EU) Nr. 600/2014<sup>7)</sup> (MiFIR) wurde zeitgleich erlassen sowie veröffentlicht und gilt unmittelbar. Das Datum des Wirksamwerdens entspricht zwar dem der Richtlinie, während einige Anforderungen jedoch hinsichtlich ihrer Anwendung bis zum 3. Januar 2019 hinausgeschoben wurden, gelten andere Vorgaben unmittelbar nach Inkrafttreten der Verordnung.

Der beschriebene Prozess von der überprüfenden Konsultation bis hin zur Veröffentlichung der Richtlinie und Verordnung zu MiFID II/MiFIR entspricht dem ersten Level des Vier-Stufen-Konzepts unter dem Lamfalussy-Verfahren. Dieses Verfahren

*Ullrich Hartmann, WP/StB, Partner, und Rabea Wippich, Manager, beide Financial Services Risk & Regulation, beide PricewaterhouseCoopers AG WPG, Frankfurt am Main*

*Seit Dezember 2010 wurde vonseiten der EU an der Überarbeitung und Weiterentwicklung der MiFID gearbeitet. Die Autoren skizzieren zunächst den Zeitplan von der Entwicklung bis zum heutigen Stand der Umsetzung und erwarten bei ihrem Blick in die Zukunft bis zum Jahre 2017 tendenziell noch eine Intensivierung der Regulierung. Als besondere Herausforderung für die Praxis stufen sie den Umfang und die Komplexität von MiFID II ein. Wie einschneidend die Entwicklung für die Institute verlaufen kann, verdeutlichen sie anhand des viel diskutierten Beispiels der Zuwendungen. Abschließend verweisen sie auf den im Zusammenhang mit der neuen europäischen Aufsicht bestehenden Kontext zum Supervisory Review and Evaluation Process – SREP. (Red.)*

wurde entwickelt, um mehr Flexibilität bei der Gestaltung des Gemeinschaftsrechts für Wertpapiermärkte zu erreichen. Nicht nur eine schnellere Reaktionszeit beispielsweise bei Innovationen auf den Finanzmärkten war hier das Ziel. Darüber hinaus sollte ein Rahmen geschaffen werden, in dem Institutionen von der fachlichen und regulatorischen Expertise europäischer Regulatoren und externer Interessengruppen für eine Stärkung der Um- und Durchsetzung von Rechtsakten profitieren. Nach erfolgreicher Einigung im Rahmen der Trilog-Verhandlungen auf Level I zwischen Europäischem Rat, Europäischer Kommission und dem Europäischem Parlament sorgen formale Mandate in MiFID II/MiFIR für die Ermächtigung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) zur Erstellung von ergänzenden Vorschlägen für die Umsetzung, welche Verordnung und Richtlinie konkretisieren. Am 23. Mai 2014 veröffentlichte die ESMA ein Diskussions- und ein Konsultationspapier.

Nach der Konsultationsphase wurde der technische Rat auf Basis des Konsultationspapiers (Technical Advice) nebst Entwürfen zu technischen Regulierungsstandards (Regulatory and Implementing Technical Standards – ITS und RTS) auf Basis des Diskussionspapiers als finale Vorschläge der ESMA am 19. Dezember 2014 veröffentlicht und an die Kommission für die Umsetzung übermittelt. Die Umsetzung des technischen Rates erfolgt im Rahmen von delegierten Rechtsakten. In Übereinstim-

mung mit Level III des Lamfalussy-Verfahrens kann die ESMA an gemeinsamen Empfehlungen zu Interpretation, einheitlichen Leitlinien und gemeinsamen Standards in Bereichen, die nicht durch EU-Rechtsvorschriften abgedeckt sind, arbeiten. Zudem können Reviews und Vergleiche der Regulierungspraxis durchgeführt werden, um eine konsistente Umsetzung und Anwendung von Rechtsvorschriften zu gewährleisten. MiFID II und MiFIR enthalten zahlreiche Mandate an die ESMA zu Erarbeitung solcher Leitlinien bis zum 3. Januar 2017. Bisher hat die ESMA am 24. März und 23. April 2015 Konsultationspapiere zu Entwürfen von Leitlinien veröffentlicht. ESMA plant die Einreichung der finalen technischen Regulierungsstandards und der finalen Leitlinien bis Dezember 2015.

### Komplexität der Regulierung

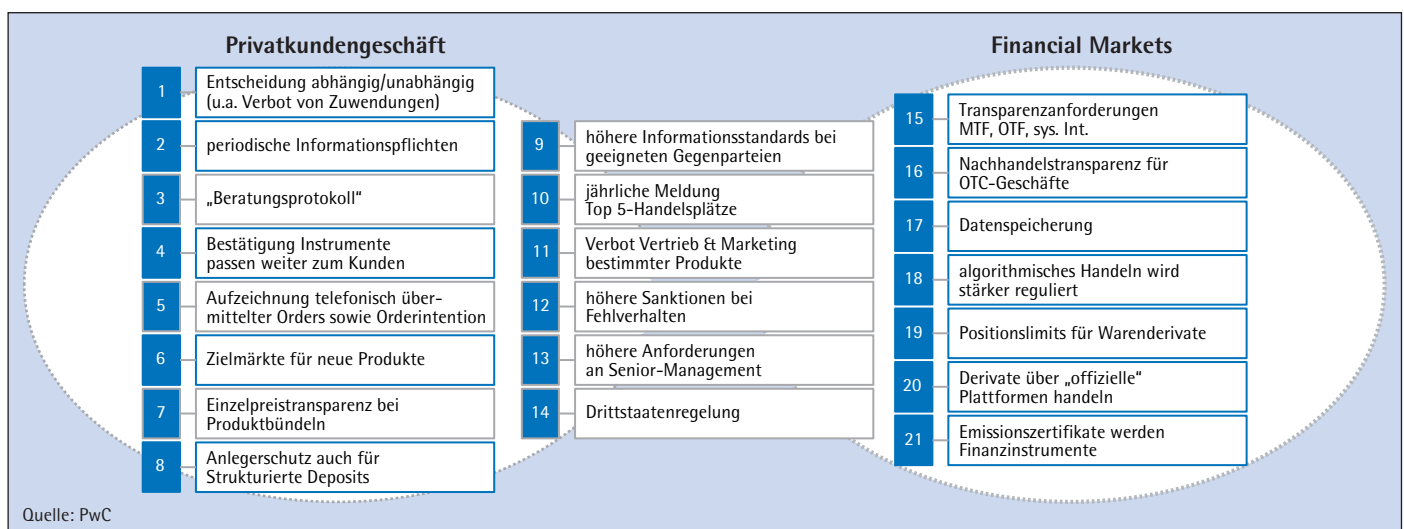
Mit Veröffentlichung der Entwürfe der Level-II-Regulierung am 19. Dezember 2014 hat der Umfang und die Komplexität von MiFID II deutlich zugenommen. Die bisherigen 152 Artikel der MiFID und der MiFIR wurden damit um zahllose Erläuterungen ergänzt. Dies macht auch die Arbeit mit den Regulierungstexten anspruchsvoll, da zu den einzelnen Themenkomplexen (zum Beispiel Zuwendungen, Vorhandelstransparenz) zumeist unterschiedliche Veröffentlichungen sondiert werden müssen und eine Unsicherheit bestehen bleibt, ob letztendlich möglicherweise nicht doch etwas im Technical Advice oder in Non-Papers übersehen wurde. Hohe Anforderungen stellt auch bereits die reine Menge an

Regulierungstexten. In DIN-A4-Seiten ausgedrückt umfasst das Gesamtwerk bisher mehr als 2 000 Seiten.

Zusätzlich folgen mit dem Level III noch die Guidelines und Reports. Und letztendlich ist der Directive-Teil der MiFID II in nationale Regulierungen umzusetzen. Die internationalen Banken, die dann in jedem Land der EU durch Filialen und Tochterunternehmen vertreten sind, sehen sich mit bis zu 23 nationalen Regulierungen konfrontiert, was bereits aktuell die Umsetzungsarbeiten in den Instituten erschwert. Zurzeit arbeitet die Mehrzahl der umsetzenden Marktteilnehmer daran, in Gap-Analysen den Umsetzungsbedarf zu analysieren. Zeitgleich werden in den meisten Instituten „Impact Assessments“ durchgeführt, um die Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle im Wertpapiergeschäft zu untersuchen. Die Phase der Impact- und Gap-Analysen sollte spätestens im Herbst abgeschlossen sein, damit ausreichend Zeit für Konzeption, Implementierung, Test und Schulungen verbleibt, um die Umsetzung von MiFID II am 3. Januar 2017 sicherzustellen.

Dieser Zeitplan stellt nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass MiFID II auch sehr starke Daten- und IT-Komponenten hat und die Releasewechsel-Intervalle in den Instituten häufig halbjährlich laufen, eine immense Herausforderung dar. Auffällig, gemessen am Umfang der Regulierung, ist dabei zunächst die kurze Zeit, die für eine Gap-Analyse als Basis einer angemessenen Umsetzung zur Verfügung steht. Für eine detaillierte Gap-Analyse, die alle geschrie-

## 21 besonders relevante Themenfelder für das Privatkundengeschäft und Financial Markets



benen Seiten berücksichtigt, würde man sicher länger brauchen, als die aktuell am Markt beobachtbaren, von den Marktteilnehmern eingeplanten zwei bis vier Monate. Längere Gap-Analyse-Zeiten sind aber vor dem Hintergrund einer Umsetzung bis 2017 nicht möglich. Somit offenbart sich bereits jetzt, was für eine Herausforderung die MiFID II in der Praxis darstellt. Und dies bereits, bevor die vielen noch erwarteten Regulierungstexte in Level II und III veröffentlicht wurden (siehe Übersicht).

### MiFID II: deutliche Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle der Institute

Die MiFID II enthält verschiedene Themengebiete, die sich wie bereits dargestellt um Anlegerschutz, Markttransparenz und Regulierung von am Markt entwickelten Produkten orientieren. Während viele weitere Themenblöcke in der MiFID II zu identifizieren sind, dominieren wohl eindeutig Themen wie Zuwendungen, Aufzeichnungspflichten, Zielmarktdefinition, Vor- und Nachhandelstransparenz. Für Institute in Deutschland ist das Thema Zuwendungen in der Regel von zentraler Bedeutung. Interessant ist dabei auch, dass der europäische Aufseher anfangs noch ein generelles Zuwendungsverbot (Ban of Inducements) einführen wollte. Im Verlauf der dargestellten Diskussion seit 2010 ist daraus aber eine differenziertere Betrachtung geworden. So wird zukünftig zu unterscheiden sein, ob ein Institut sich als abhängiger oder unabhängiger Berater<sup>8)</sup> definieren wird. Den Instituten, die am Markt und vor allem gegenüber dem Privatkunden als unabhängiger Berater auftreten, wird es vollständig verboten sein, Zuwendungen anzunehmen. Sollten Produkte nicht ohne diese Komponente verfügbar sein, sind die Zuwendungen umgehend an den Kunden auszukehren.

Das Gleiche gilt für den gesamten Bereich der Portfolioverwaltung (oder auch Portfolio-Management.<sup>9)</sup> Wenn ein Institut jedoch gegenüber seinem Kunden als abhängiger Berater auftritt, kann es weiterhin Zuwendungen entgegennehmen, wenn wiederum nachgewiesen werden kann, dass das Institut die Zuwendungen für eine Qualitätsverbesserung in der Anlageberatung verwendet. Das klingt sehr nach den Regelungen, die auch heute schon im WpHG geregelt sind, der Level-II-Text zu MiFID II geht hier aber nun einen Schritt weiter. War bisher in Deutschland nicht

konkret definiert, was eine solche Qualitätsverbesserung ausmacht, so hat die EU nun drei definierende Kriterien hierfür vorgegeben. Dies birgt ein gewisses Maß an Unsicherheit, weil der Level-II-Text wie dargestellt noch nicht final veröffentlicht wurde. Je nachdem wie einschränkend diese Kriterien für die Qualitätsverbesserung in den finalen Texten sein werden, kann es nahe an das Zuwendungsverbot oder nahe an die bisherige deutsche Regulierung kommen. Auf jeden Fall wird dieser Teil der MiFID-II-Regulierung den deutschen Markt beeinflussen. Der Anteil Zuwendungen an den Erträgen der Institute ist unterschiedlich, aber in einigen Fällen signifikant.

Aus dem Lamfalussy-Verfahren folgt, dass MiFID II über die verschiedenen Level umgesetzt wird, ergänzend hat die nationale Umsetzung in den EU-Mitgliedsstaaten zu erfolgen. Das bedeutet wiederum in der Praxis, dass die Umsetzungsprojekte mit einer klassischen Moving-Target-Problematik konfrontiert sein werden. Nahezu alle größeren Institute in Deutschland haben nach der Publizierung der ersten Level-II-Entwürfe per 19. Dezember 2014 im Frühjahr 2015 ihre Projekte gestartet. Dabei ist allen Projekten gemeinsam, dass Wege gefunden werden, wie damit umgegangen wird, dass neben der laufenden Projektarbeit auch noch zusätzlich die Herausforderung gestemmt wird, dass zu jeder Zeit und Phase des Projektes bis Ende 2016 mit einer Flut an laufenden neuen Regulierungstexten über TA, ITS, RTS, Guidelines und letztlich nationaler Gesetzgebung gerechnet werden muss. Diese laufenden Neuerungen sind dann just in time in die Projekte zu integrieren. Das entspricht in der Realität einem permanenten agilen Change-Request-Prozess. In der klassischen Projektmanagementtheorie müssten diese Projekte wohl eigentlich von Beginn an permanent auf „Rot“ stehen, da man zu keinem Zeitpunkt sagen kann, ob die noch kommenden neuen und zusätzlichen Regulierungen es noch ermöglichen, den Zieltermin 3. Januar 2017 zu halten.

### MiFID II und SREP

Ein wesentlicher Bestandteil des Single Supervisory Mechanism (SSM) der ECB ist der aufsichtsrechtliche Überprüfungs- und Evaluierungsprozess (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP). Zur konkre-

ten Ausgestaltung des SREP wurden von der EBA detaillierte Richtlinien veröffentlicht (Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process vom 19. Dezember 2014). Ein zentraler und neuer Aspekt im Rahmen des SREP ist die Internal Governance und das interne Kontrollsystem. Diese Punkte standen in der bisherigen nationalen Aufsicht nicht im zentralen Fokus. Daneben fordert die Aufsicht nach den EBA-Richtlinien zum SREP von den Instituten eine jederzeit funktionsfähige, effektive Compliance-Funktion, eine Compliance Policy und ein Reporting an das Management.<sup>10)</sup> Das heißt, die ECB wird in den kommenden Jahren im Rahmen des SREP auch immer wieder die Compliance-Funktion untersuchen. Da MiFID II nun wie dargestellt die zentrale Überarbeitung der Wertpapier-Compliance in Europa ist, liegt es nahe, dass sich die Aufsicht im Rahmen des SREP auch für die MiFID-II-Umsetzung interessieren wird.

- 1) Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates.
- 2) Die MiFID besteht aus der Rahmenrichtlinie 2004/39/EG (OJ L 145, 30. April 2004), der Umsetzungsrichtlinie 2006/73/EG (OJ L 241/1 2.09.2006) sowie der Durchführungsverordnung Nr. 1287/2006 (OJ L 241/1 2.09.2006). Die am 8. Dezember 2010 eingeleitete Konsultation bezieht sich ausschließlich auf die Überarbeitung der Rahmenrichtlinie 2004/39/EG (OJ L 145, 30. April 2004).
- 3) Presseerklärung der Europäischen Kommission, IP/10/1677, 8. Dezember 2010.
- 4) Presseerklärung der Europäischen Kommission, IP/11/1219, 20. Oktober 2011.
- 5) Im Folgenden bezeichnet „MiFID II“ das Gesamtwerk aus MiFID II und MiFIR.
- 6) Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.
- 7) Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.
- 8) Vgl. Art. 24 Abs. 4 ff. MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU).
- 9) Vgl. Art. 24 Abs. 8 MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU).
- 10) Vgl. EBA, Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process“, 19. Dezember 2014, Seite 52, Randziffer 104g.