

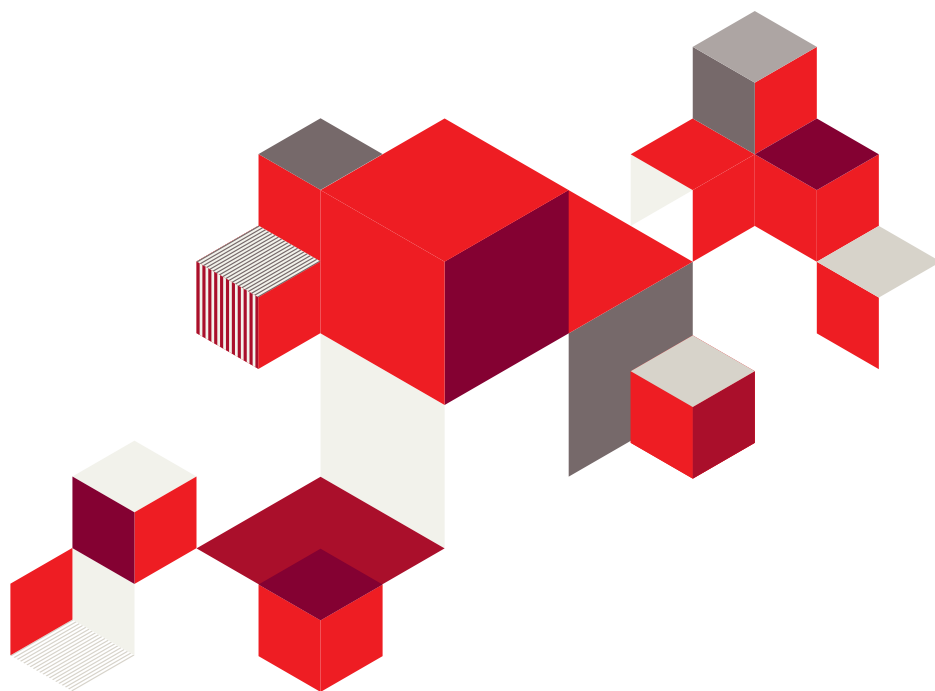


Markets in  
Financial Instruments  
Directive MiFID II  
„noch warten  
oder starten“

**BearingPoint®**

# Inhalt

Einleitung.....	4
MiFID II-Handlungsfeld: Investoren- und Anlegerschutz .....	6
MiFID II-Handlungsfeld: Marktstrukturen.....	8
MiFID II-Handlungsfeld: Vor- und Nachhandelstransparenz .....	11
MiFID II-Handlungsfeld: Meldeverpflichtungen .....	12
MiFID II-Handlungsfeld: Warenderivate .....	13
MiFID II-Handlungsfeld: Datenkonsolidierung .....	14
Ihr Handlungsbedarf.....	15
Kontakt .....	18



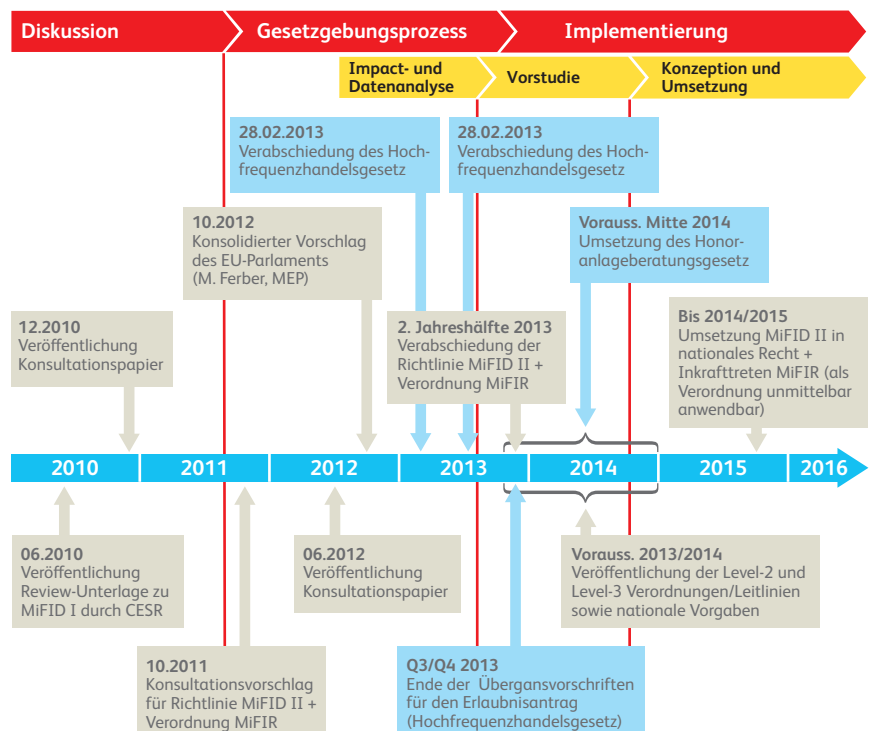
## Einleitung

Aktuell steht die für das erste Quartal 2013 angekündigte Novellierung der „Markets in Financial Instruments Directive“ (MiFID) noch aus und verschiebt sich voraussichtlich auf Herbst 2013. Grund hierfür sind die noch andauernden Trilog-Gespräche zwischen Europäischer Kommission, Europäischen Rat und Europäischem Parlament.

Banken, Wertpapierdienstleister und Börsen können sich allerdings nicht zurücklehnen und Impactanalysen und erste Vorstudien auf die lange Bank schieben, denn die Richtlinie MiFID II und die Verordnung MiFIR sollen weiterhin 2015 in Kraft treten. Einerseits sind noch viele Anforderungen der MiFID II offen und müssen in den noch ausstehenden Level-2 Verordnungen sowie nationalen Vorgaben konkretisiert werden.

Andererseits können bereits jetzt die Anforderungen in Business- und Umsetzungsthemen heruntergebrochen und strukturiert werden. Daher sollten die möglichen Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle, Prozesse und IT-Systeme der Banken, Wertpapierdienstleister und Börsen frühzeitig analysiert werden, zumal die vom deutschen Gesetzgeber auf den Weg gebrachten Gesetze und Gesetzesvorschläge wie Honoraranlageberatungsgesetz und Hochfrequenzhandelsgesetz diese ersten MiFID II Bestrebungen vorweg nehmen bzw. diese sogar erweitern und deshalb in die Analysen miteinbezogen werden sollten. Dies bestätigen auch die aktuellen Erfahrungen aus Impact Analysen, in denen BearingPoint Wertpapierdienstleister und Kreditinstitute bei dieser erforderlichen Konkretisierung unterstützt.

Ziel und Struktur sind schon jetzt absehbar und der Änderungsbedarf aus MiFID II, MiFIR und deutscher Gesetzgebung sollte daher frühzeitig für jedes Finanzinstitut im Rahmen einer Vorstudie analysiert bzw. auf Basis des aktuellen Standes konkretisiert werden.



Die drei Hauptziele der MiFID II sind Transparenz, Stabilität und Anlegerschutz. Dabei lassen sich die regulatorischen Anforderungen thematisch sechs „Handlungsfeldern“ zuordnen:

1. Investoren- und Anlegerschutz
2. Marktstrukturen
3. Vor- und Nachhandelstransparenz
4. Meldeverpflichtungen
5. Warenderivate
6. Datenkonsolidierung

Hervorzuhebende Änderungen durch die Novellierung ergeben sich insbesondere in den Handlungsfeldern Investoren- und Anlegerschutz, Marktstrukturen, Vor- & Nachhandelstransparenz und Meldeverpflichtungen. Während für den Investoren- und Anlegerschutz zukünftig eine Differenzierung zwischen abhängiger und unabhängiger Beratung sowie einschränkende Regelungen zur Provisionsannahme vorgesehen sind, wird im Bereich Marktstrukturen eine neue Form von Handelssystem, den Organized Trading Facilities (OTF) eingeführt. Die Anforderungen an die Vor- & Nachhandelstransparenz werden um zusätzliche Handelsprodukte wie z. B. Aktienzertifikate, Anleihen und Derivate erweitert. Darüber hinaus wird der Umfang der meldepflichtigen Transaktionen erheblich ausgedehnt.

Neben den in diesem Papier dargestellten Umsetzungsthemen werden im Zuge der Novellierung die Befugnisse der European Securities and Markets Authority (ESMA) und der nationalen Aufsichtsbehörden deutlich erweitert. Hierzu soll bspw. das Recht zählen, Finanzinstrumente sowohl ex-ante also auch ex-post verbieten bzw. beschränken zu können (bis hin zur Rückabwicklung bereits getätigter Handelsgeschäfte) oder Verantwortliche des Leitungsorgans (insb. Vorstand) eines Wertpapierdienstleisters, Bank oder Börse abzurufen. Darüber hinaus erfordern die angestrebten Sanktionen in Form von Verwaltungsgeldstrafen, die durch die Aufsichtsbehörden verhängt werden können, eine ernsthafte Betrachtung, denn diese können bis zu einer Höhe von 5 bzw. 10 Mio. EUR bei natürlichen Personen und 10 % bzw. 15 % des jährlichen Gesamtumsatzes für juristische Personen empfindlich hoch ausfallen und die Geschäftstätigkeit nachhaltig beeinflussen.

Insbesondere die Handlungsfelder Marktstrukturen, Vor- und Nachhandelstransparenz und Investoren- und Anlegerschutz weichen in den MiFID II-Stellungnahmen von Parlament und Rat vom Kommissionsentwurf ab. Die Anforderungen der Handlungsfelder Datenkonsolidierung und Meldeverpflichtungen werden überwiegend in der Verordnung MiFIR geregelt.

Im Folgenden werden die aktuellen Diskussionen und Stellungnahmen des Europäischen Parlaments und Europäischen Rats dem MiFID II Entwurf der Europäischen Kommission entlang der sechs Handlungsfelder gegenübergestellt und verglichen. Im Fazit werden elementare Unterschiede der einzelnen Entwürfe bzw. Stellungnahmen zusammengefasst dargestellt sowie die möglichen Implikationen für Business-Modell bzw. IT-Landschaft und Prozesse aufgezeigt.

Abschliessend soll in dem Kapitel „Ihr Handlungsbedarf“ neben den abgeleiteten Umsetzungsmassnahmen (Prozesse & IT) insbesondere auf die geschäftspolitischen Aspekte eingegangen und der bereits heute vorliegende Entscheidungsbedarf bzw. die dafür notwendige Informationsbasis aufgezeigt werden.

## MiFID II-Handlungsfeld: Investoren- und Anlegerschutz

Eines der wesentlichen Ziele, das die Regulatoren mit MiFID II verfolgen, ist die weitere Stärkung des Anleger- und Investorenschutzes. Neben der bisherigen provisionsbasierten („abhängigen“ im Sinne MiFID II) Anlageberatung soll mit der sogenannten „unabhängigen“ Anlageberatung die Honorarberatung eingeführt werden. Entscheidet sich ein Institut für die unabhängige Anlageberatung darf es keine Zuwendungen mehr von Dritten annehmen und muss ein ausreichend grosses Portfolio an Finanzinstrumenten unterschiedlichen Typs und unterschiedlicher Herkunft anbieten sowie fortlaufend bewerten. In diesem Fall muss das Institut nach Veräusserung eines Anlageproduktes prüfen, inwieweit dieses auch bei geänderten Markt- oder Kundensituationen weiterhin für den Kunden geeignet ist.

Darüber hinaus gibt es eine Reihe von weiteren geplanten Vorgaben. Im Rahmen der Portfolioverwaltung soll die Annahme von Zuwendungen generell verboten werden. Kunden sind künftig regelmässig und umfangreicher über die Entwicklung der Finanzinstrumente, in die sie investiert haben, zu informieren. Gemäss Parlamentsvorschlag sollen sich Institute bereits bei der Entwicklung und Genehmigung von Anlageprodukten festlegen, für welche Kundensegmente diese geeignet sind und sicherstellen, dass der Vertrieb nur in diesen erfolgt. Entsprechend hierzu werden die Ausführung von „Execution Only“ Geschäften für Kleinanleger auf nicht-komplexe

### Infobox: Honoraranlageberatungsgesetz

*Der deutsche Gesetzgeber berücksichtigte jüngst einige Anforderungen zur „unabhängigen Beratung“ aus den Stellungnahmen der europäischen Institutionen zu MiFID II und nimmt in dem nationalen Entwurf zum „Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente“ (Honoraranlageberatungsgesetz) viele Aspekte zum verbesserten Investoren- und Anlegerschutz vorweg. Kern des Gesetzesentwurfs ist die Einführung der Honoraranlageberatung als Alternative zur weiterhin möglichen provisionsbasierten Beratung. In diesem Zusammenhang wird das Berufsbild des „Honoraranlageberaters“ eingeführt, der Anlageberatung ausschliesslich gegen Honorar erbringen darf. Hierbei sind Zuwendungen und Provisionen durch die in der Beratung empfohlenen Finanzinstrumente auszuschliessen (in Ausnahme „Auskehrungsgebot“ an den Kunden. Die Honoraranlageberater von Wertpapierdienstleistern sind künftig bei der BaFin<sup>1</sup> zu registrieren (analog Anlageberater gemäss Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz). Der Honoraranlageberater muss gewährleisten, dass er über einen umfassenden Marktüberblick verfügt und dem Kunden eine ausreichende Anzahl an Finanzinstrumenten von verschiedenen Emittenten anbietet. Im Rahmen der Honoraranlageberatung sind künftig keine Festpreisgeschäfte mehr zulässig, wohin gegen heute die Marge der Bank im Rahmen von OTC-Geschäften für Kunden nicht ersichtlich ist. Bei der Diskussion über die Einführung einer Honoraranlageberatung in einem Institut ist insbesondere zu berücksichtigen, dass diese organisatorisch, funktional und personell von der provisionsbasierten Anlageberatung zu trennen ist. Während die nationale Umsetzung der MiFID II erst für Ende 2015 angedacht ist, strebt der deutsche Gesetzgeber eine Umsetzung bis ca. Mitte 2014 an.*

<sup>1</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Produkte eingeschränkt und restriktivere Vorgaben zum „Cross-Sellings“ gemacht. Telefonisch erteilte Wertpapieraufträge sind künftig für alle Kundengruppen aufzuzeichnen und wesentlich länger (nach Verkauf bzw. Fälligkeit) aufzubewahren. Die Aufzeichnung der Beratung wird künftig europaweit vorgeschrieben. Inwieweit die in Deutschland erfolgten Umsetzungen nationaler Vorschriften (z. B. Einführung des Beratungsprotokolls durch Änderung des Schuldverschreibungsgesetzes) bereits einige MiFID II-Anforderungen erfüllen, wird abzuwarten sein. Die folgende Übersicht zeigt Unterschiede der Richtlinienentwürfe in wesentlichen Punkten.

### Kommissionsentwurf

Information, ob die Anlageberatung unabhängig erfolgt mit folgender Konsequenz:

- Eine Beschränkung der Beratung auf wenige Produkte wird unzulässig.
- Verbot der Annahme von Provisionen und nicht monetärer Vorteile.
- Laufende Eignungsprüfung der empfohlenen Produkte.

### Stellungnahmen des Parlaments

Mitteilung, ob die Anlageberatung mit Ermessensspielraum unabhängig erfolgt:

- Zusammensetzung von Beratungskosten.
- Pflicht zur Anzeige und Durchleitung empfangener Provisionen an Kunden.

Bedeutsame Einzelpunkte:

- Erweiterung der Explorationspflicht des Kunden um Risikotoleranz und Verlustfähigkeit.
- Entwicklung von Produkten für konkrete Zielgruppen und Sicherstellung des zielgruppengerechten Vertriebs.

### Stellungnahmen des Rats

Information, ob die Anlageberatung unabhängig erfolgt mit folgender Konsequenz:

- Eine Beschränkung der Beratung auf wenige Produkte wird unzulässig.
- Verbot der Annahme von Provisionen und nicht monetärer Vorteile.
- Laufende Eignungsprüfung der empfohlenen Produkte.

Bedeutsamer Einzelpunkt:

- Erweiterte Offenlegungspflichten gegenüber den Kunden zu Interessenkonflikten und die zur Begrenzung dieser getroffenen Massnahmen.

### FAZIT

Entsprechend Kommission und Rat soll das Modell der unabhängigen bzw. Honoraranlageberatung vorangetrieben werden. Hier müssen sich die Institute entscheiden, inwieweit sie über Honorare den Wegfall von Zuwendungen und Kick Backs kompensieren sowie die Kosten von ggfs. zusätzlich benötigten Organisationseinheiten abdecken können. Unabhängig von dieser Fragestellung ist davon auszugehen, dass zusätzliche Aufklärungs-, Offenlegungs- und Reportingpflichten grundsätzlich zu Mehrkosten in der gesamten Wertschöpfungskette des Wertpapierdienstleisters führen. Die Anforderung von verstärkt zielkundengruppengerechter Produktentwicklung und –vertrieb wird die Absatzmöglichkeiten reduzieren und muss nicht zuletzt in den Geschäftsplanungsprozessen der Institute berücksichtigt werden. Insgesamt wird sich die geplante Stärkung des Anlegerschutzes unabhängig der unterschiedlichen Stellungnahmen zum MiFID II-Entwurf auf die Geschäftsmodelle der Wertpapierdienstleister auswirken.

## MiFID II-Handlungsfeld: Marktstrukturen

Seit dem Inkrafttreten der MiFID I 2007 sind an den Kapitalmärkten neue Handelsplattformen wie z. B. Dark Pools<sup>1</sup> entstanden, die bisher keinen regulatorischen Anforderungen unterliegen. Darüber hinaus ist vor allem durch die Finanzmarktkrise 2009 eine mangelnde Transparenz im OTC-Handel sowie speziell im OTC-Handel mit Derivaten offenkundig geworden. Um diesen Entwicklungen entgegenzuwirken, mehr

<sup>1</sup> Dark Pools sind alternative Handelsplattformen, an denen Orders ausgeführt werden. Diese unterliegen i.d.R. nach MiFID I keiner Vorhandelstransparenz basierend auf verschiedenen Ausnahmeregelungen (Waiver).

### Infobox: Hochfrequenzhandelsgesetz

*Die Bundesregierung greift bereits jetzt den kommenden Anforderungen aus MiFID II vor und hat ein Gesetz zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz) verabschiedet, welches mit der Veröffentlichung am 28. Februar 2013 in Kraft getreten ist<sup>1</sup>. Der Gesetzgeber reagiert damit auf die zunehmende Bedeutung des elektronischen vollautomatisierten Handels von Finanzinstrumenten mittels Algorithmen und will mehr Transparenz, Sicherheit und Übersicht schaffen. Das Gesetz sieht eine Änderung des Börsen-, Kreditwesen-, Wertpapierhandels-, Investment- und Einlagensicherungs- sowie Anlegerentschädigungsgesetzes vor. Darüber hinaus wird die Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung entsprechend angepasst.*

*Die wichtigsten Änderungen sind:*

- *Erweiterung der Definition des Eigenhandel im Kreditwesengesetz um den Hochfrequenzhandel. Im Folge dessen fallen alle Hochfrequenzhändler unter die Aufsicht der BaFin<sup>2</sup> und benötigen eine Lizenz nach § 32 KWG.*
- *Konkretisierung der Auskunfts- und Eingriffsrechte für die BaFin; Diese können u. a. „jederzeit Informationen über ihren algorithmischen Handel, die für diesen Handel eingesetzten Systeme sowie eine Beschreibung der algorithmischen Handelsstrategien und der Einzelheiten zu den Handelsparametern oder Handelsobergrenzen, denen das System unterliegt, verlangen.“<sup>3</sup>*
- *Börsenbetreiber sollen für eine exzessive Nutzung<sup>4</sup> durch Handelsteilnehmer für ihre Handelssysteme eine Gebühr erheben, um negative Auswirkungen auf Systemstabilität oder die Marktintegrität begegnen zu können. Zudem können Marktteilnehmer bei Verstößen vorläufig (max. 6 Monate) oder auch vollständig vom Handel ausgeschlossen werden.*
- *Begrenzung des Verhältnisses zwischen aufgegebenen Orders und tatsächlich ausgeführten Geschäften sowie einheitliche Mindestgrenzen für die kleinstmögliche Kursänderung (Mindestpreisänderungsgrösse), wie auch eine Kennzeichnung von algorithmischen Orderaufträgen und der verwendeten Algorithmen.*
- *Handelssysteme müssen künftig so ausgerichtet sein, dass es nicht zu Störungen des Marktes kommen kann, um extreme Börsenszenarien zu verhindern.*

<sup>1</sup> Übergangsfristen für die Beantragung einer Erlaubnis sind vorgesehen und können 6 bzw. 9 Monate betragen.

<sup>2</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

<sup>3</sup> Gesetz zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz): Änderung des Börsengesetzes im § 3.

<sup>4</sup> Unter exzessiver Nutzung wird die übermässige Nutzung der Börsensysteme, insbesondere durch unverhältnismässig viele Auftragseingaben, -änderungen und -löschungen verstanden. Diese werden mit Gebühren belegt (vgl. Änderung des Börsengesetzes in § 17, Absatz 4).



Transparenz sicherzustellen, gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen und die geordnete Funktionsweise der Märkte zu gewährleisten, soll die regulatorische Lücke mit der Novellierung geschlossen werden. Neben der Schärfung der Definition von Multilateral Trading Systems (MTF) und Regulated Markets (RM) aus MiFID I, soll mit MiFID II eine neue Form der organisierten Handelssysteme „Organized Trading

### Kommissionsentwurf

- Spezifische Anforderungen an Wertpapierfirmen, die Algorithmic Trading betreiben: Jede algorithmische Handelsstrategie muss während der kompletten Handelszeit im Einsatz sein.
- Geregelter Märkte müssen über wirksame Systeme, Prozesse und Vorkehrungen verfügen, um:
  - auch unter Stressbedingungen einen ordnungsmässigen Handel zu gewährleisten,
  - Marktstörungen durch algorithmische Handelssysteme zu verhindern (Kommission wird die kleinstmögliche Tick-Grösse bestimmen).
- Die Gewährung von Direct Market Access erfordert die Erfüllung bestimmter Vorgaben (u. a. wirksame Prüfung der Eignung der Personen die den Dienst nutzen).
- Betreiber eines OTF dürfen Orders nicht gegen eigenes Kapital ausführen.

### Stellungnahmen des Parlaments

- Über OTFs sollen keine Aktien und aktienähnliche Produkte gehandelt werden (Auswirkungen auch auf die Anforderungen der Vor- und Nachhandelstransparenz<sup>1</sup>).
- Explizite Erweiterung des Geltungsbereichs auf Hochfrequenzhandel.
- Verschärfung der Anforderungen an Wertpapierfirmen, die Algorithmischen Handel und Hochfrequenzhandel betreiben:
  - Market Maker, die algorithmische Handelsstrategie einsetzen, müssen diese im laufenden Einsatz haben.
  - Wertpapierfirmen dürfen keinen „naked“ oder „sponsored“ Marktzugang gewähren.
- Geregelter Märkte müssen die Einhaltung einer Haltedauer für Order von mind. 500 Millisekunden gewährleisten.

### Stellungnahmen des Rats

- Das Betreiben eines OTF und eines Systematischen Internalisierers (SI) darf nicht über dieselbe Legal Entity erfolgen.
- Order eines OTF dürfen zusätzlich nicht an einen anderen OTF oder SI weitergeleitet werden.
- Nur noch Market Maker müssen während der Handelszeiten kontinuierlich Preise anbieten.

### FAZIT:

Eine massgebliche Änderung stellt in allen Entwürfen der MiFID II die Etablierung einer neuen Kategorie von Handelsplattformen dar. Mit den OTFs sollen zukünftig Handelssysteme wie Broker Crossing Networks reguliert werden. Aber der Entwurf der Kommission und die Stellungnahmen von Rat und Parlament stellen sich in ihren Anforderungen teilweise sehr differenziert dar. Während der Kommissionsentwurf und die Stellungnahme des Europäischen Rats bisher nur die Anforderungen für das Algorithmic Trading spezifiziert haben, erweitert die Stellungnahme des Parlaments den Geltungsbereich auf den Hochfrequenzhandel. Darüber hinaus werden die Anforderungen für das Algorithmic Trading und High Frequenzy Trading verschärft.

Facility“ (OTF) etabliert werden. OTFs sind insbesondere von Wertpapierfirmen oder Marktoperatoren betriebene Broker Crossing Networks<sup>2</sup> über die ca. 40%<sup>3</sup> des europäischen OTC-Handelsvolumens ausserbörslich gehandelt wird. Um die Missstände im OTC-Handel zu schliessen, fordert MiFID II zukünftig den Handel von standardisierten und ausreichend liquiden OTC-Derivaten über geeignete Plattformen (u. a. MTF, OTF oder RM) abzuwickeln.

Weiterhin werden Betreiber von RM zum Clearing sämtlicher Geschäfte mit Derivaten über eine zentrale Gegenpartei verpflichtet. Die ergänzenden Vorschriften zur Clearingpflicht von Derivaten behandelt die „European Market Infrastructure Regulation“ EMIR. Ein weiteres neues Regulierungsfeld stellt das Algorithmic Trading<sup>4</sup> (Algorithmischer Handel) dar, das unter MiFID I ebenfalls nicht reguliert war und im Zuge der technologischen Entwicklung an Bedeutung gewonnen hat. Unter MiFID II werden an Wertpapierfirmen spezifische Anforderungen gestellt, die Algorithmic Trading betreiben. Diese sind u. a. geeignete System- und Risikokontrollen zur Vermeidung von Marktstörungen sowie mindestens eine jährliche Meldung an die Aufsichtsbehörde mit einer Beschreibung der genutzten Algorithmic-Strategie sowie Einzelheiten zu den Handelsparametern, denen das System unterliegt.

Um die Funktionsweise durch den Einsatz von Computeralgorithmen nicht zu gefährden, erweitert MiFID II auch die Vorgaben für geregelte Märkte, die im Zusammenhang mit den Vorschriften für Algorithmischen Handel zu sehen sind und insbesondere darauf abzielen, Börsencrashes zu vermeiden. Die Anforderungen zielen darauf ab, durch entsprechende Systemkapazitäten robuste und belastbare Handelssysteme zu gewährleisten.

---

<sup>2</sup> Broker Crossing Networks sind eine Subkategorie von Dark Pools und werden i. d. R. von grossen Investmenthäusern genutzt.

<sup>3</sup> Swinburne Report: Bericht der EU über die Regulierung des Handels mit Finanzinstituten.

<sup>4</sup> Algorithmischer Handel ist der Handel unter Einsatz von Computer-Algorithmen, mit denen Aspekte der Durchführung des Handels, wie Zeitpunkt, Menge und Preis bestimmt werden können.

## MiFID II-Handlungsfeld: Vor- und Nachhandelstransparenz

Die Vor- und Nachhandelstransparenz für RM, MTF<sup>5</sup> und systematische Internalisierer (SI)<sup>6</sup> wird bereits unter MiFID I geregelt. Die Regulierung beschränkt sich allerdings bisher nur auf Aktien. MiFID II erweitert die Transparenzanforderungen auf zusätzliche Handelsprodukte wie Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Anleihen, Emissionszertifikate, Derivate und strukturierte Finanzprodukte (u.a. ABS). Ziel der Erweiterung ist, die Kapitalmarkttransparenz zu erhöhen: Investoren sollen schnelleren und umfassenderen Zugang zu Handelsdaten für verschiedene Handelsinstrumente erhalten. Letztendlich soll durch die Verschärfung der Transparenzvorschriften ein positiver Impuls auf Liquidität und Preisbildung am Markt entstehen. Grundsätzlich sollen für alle drei nach MiFID II regulierten Handelsplätze – RM, MTF und OTF – identische Vorschriften zur Sicherstellung der Vor- und Nachhandelstransparenz gelten, sowohl für Equity-Produkte (u.a. Aktien und Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds) als auch für Non-Equity-Produkte (Anleihen, Emissionszertifikate, Derivate und strukturierte Finanzprodukte). Diese sind u.a. als Vorhandelsinformation, die Veröffentlichung aktueller Geld- und Briefkurse sowie Handelstiefe oder die Veröffentlichung von Preis, Volumen und Zeitpunkt des Geschäftes nach Handelsabschluss. Für SI weichen die Vorschriften für die Vor- und Nachhandelstransparenz ab, da diese nicht als Handelsplatz gelten. Bereits in MiFID I galten für SI andere Transparenzvorschriften im Vorhandel, die Vorschriften im Nachhandel entsprachen denen für RM oder MTF. Mit der Novellierung weichen die Transparenzanforderungen weiterhin von denen der RM, OTF oder MTF ab. So müssen SI bspw. nur Transparenzanforderungen für Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds und Zertifikate erfüllen, wenn für diese Finanzprodukte ein liquider Markt existiert.

### Kommissionsentwurf

- Vor- und Nachhandelstransparenzanforderung für Equity und Non-Equity Produkte für alle regulierten Handelsplätze inkl. OTF.

### Stellungnahmen des Parlaments

- OTFs müssen ausschliesslich die Anforderungen der Vor- und Nachhandelstransparenz für Non-Equity-Produkte erfüllen.

### Stellungnahmen des Rats

- Keine Änderung gegenüber des Entwurfs der Kommission.

### FAZIT:

Bisher galten die Regelungen zur Vor- und Nachhandelstransparenz<sup>1</sup> für RM, MTF und SI ausschliesslich für Aktien. Mit dem Kommissionsentwurf werden für alle Handelsplätze Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen für Equity und Non-Equity Produkte eingeführt. Diese sollen zukünftig auch für die neu eingeführten OTF gelten. Die Stellungnahme des Europäischen Rats weicht hiervon nicht ab. Im Gegensatz sind in der Stellungnahme des Europäischen Parlaments OTFs von den Anforderungen der Vor- und Nachhandelstransparenz bei Equity-Produkten ausgenommen, müssen diese aber für Non-Equity-Produkte erfüllen. Zusammenfassend kann hier aber davon ausgegangen werden, dass die finale Beschlussfassung die in einer Vorstudie erarbeiteten Punkte zwar noch einmal verändern, sich aber in jedem Fall durch die Änderungen in der Vor- und Nachhandelstransparenz Auswirkungen auf IT-Systeme und Prozess ergeben werden. Zudem werden vermutlich zukünftig einige Banken durch die Schärfung der Anforderung in den Level-2 Verordnungen und nationalen Vorgaben dann als SI gelten, die bisher am deutschen Markt wenig vertreten waren.

<sup>1</sup> Bisherige Lieferzeit der Handelsdaten von ca. 15 Minuten.

<sup>5</sup> MTFs wie z. B. Chi-X oder Turquoise.

<sup>6</sup> Systematische Internalisierer (SI) betreiben Handel auf eigene Rechnung durch die Ausführung von Kundenaufträgen ausserhalb RM, MTF oder OTF; damit fallen ihre Handelsaktivitäten unter den OTC-Handel (OTC: Over the Counter).

## FAZIT:

Die MiFID II-Entwürfe des Europäischen Rats und Europäischen Parlaments weisen keine grundlegenden Unterschiede zum Entwurf der Kommission auf. Geringfügige Unterschiede finden sich in der Verordnung MIFIR z.B. wird hier in Parlaments- oder Ratsversion ergänzend auf Leerverkäufe, Warenderivate oder Sicherheitsmechanismen der Meldung Bezug genommen.

## MiFID II-Handlungsfeld: Meldeverpflichtungen

Für Geschäfte mit Finanzinstrumenten wurden bereits mit MiFID I sowie auf deutscher Ebene seit langem mit § 9 WpHG Meldeverpflichtungen erlassen, um Marktmissbrauch und Insiderhandel durch erhöhte Transparenz zu verhindern und Aufsichtsbehörden eine effektive Marktüberwachung zu ermöglichen. Mit der Novellierung werden die Meldeverpflichtungen inhaltlich erweitert (wie z. B. Auftraggeber der Transaktionsorder oder die an der Orderausführung beteiligten Personen). Darüber hinaus werden die zuvor in der Richtlinie festgelegten Inhalte in die Verordnung übertragen und somit mit der Verabschiedung unmittelbar und einheitlich in der Europäischen Union gültig.

Die Meldeverpflichtung bezieht sämtliche Transaktionen auf RMs, MTFs und OTFs mit ein, sowie die OTC-Geschäfte in Finanzinstrumenten, die die Wertentwicklung von an RMs, MTFs oder OTFs gehandelten Finanzinstrumenten beeinflussen. Zusätzlich wird der Inhalt der Meldungen um zusätzliche Informationen erweitert. Neben der bisherigen Erfüllung der Meldepflicht, gibt es zukünftig zwei weitere Möglichkeiten, die umfangreichen Informationen an die Aufsichtsbehörden zu liefern: die Trade Repositories (eingeführt durch EMIR, für standardisierte OTC-Derivate) und der Approved Reporting Mechanism (ARM). Ziel ist es, die Anzahl der gemeldeten Geschäfte zu erhöhen, den Meldeumfang zu erweitern und eine Standardisierung sowie Harmonisierung der Meldewege zu erhalten.

## MiFID II-Handlungsfeld: Warenderivate

Um das Ziel der Verringerung der Rohstoffspekulation zu erreichen, sollen in Zukunft die Warenderivatemärkte stärker in den Fokus der Regulierung rücken. Eine weitreichende Änderung im Rahmen der Überarbeitung von MiFID II ist die Einführung von Positionslimits sowie eines detaillierten Positions-Reportings durch geregelte Märkte, MTF und OTF. Durch die Festlegung von Positionslimits für Handelsplätze, an denen Warenderivate gehandelt werden, wird die Anzahl an Kontrakten, die der einzelne Marktteilnehmer in einem gewissen Zeitraum abschließen kann, geregelt. Hierdurch soll die Liquidität an den Märkten gesteuert, Marktmissbrauch verhindert sowie eine reguläre Preisfindung und Abwicklung ermöglicht werden. Weiterhin soll ein wöchentliches Reporting mit sämtlichen derivativen Positionen, gegliedert nach verschiedenen Händlerkategorien und Klassen von derivativen Instrumenten, veröffentlicht werden. Die Positions-Reportings müssen auch auf Anfrage der nationalen Aufsichtsbehörden geliefert werden. Nationale Regulierungsbehörden und ESMA erhalten daher die Möglichkeit, frühzeitig in den Handel mit derivativen Instrumenten einzugreifen.

Zudem werden bisher unter MiFID I geltende Ausnahmen, die bestimmte Rechtspersonen von den Regelungsinhalten ausgenommen haben, zukünftig unter MiFID II nicht mehr bestehen. Damit können zukünftig auch Energieversorger unter die regulatorischen Anforderungen der MiFID II fallen.

### Kommissionsentwurf

- RM, MTF, und OTF, die mit Warenderivaten handeln oder diese zum Handel zulassen, müssen Positionslimits erlassen oder können alternative Regelungen verhängen.

### Stellungnahmen des Parlaments

- RM, MTF, und OTF, die mit Warenderivaten handeln oder diese zum Handel zulassen, müssen Positionslimits verhängen, alternative Regelungen sind nicht zulässig.
- Für Warenderivate, die zur Risikoabsicherung abgeschlossen werden, gelten Positionslimits nicht, allerdings soll für diese ein sog. Positionscheck durchgeführt werden.

### Stellungnahmen des Rats

- Betreiber von Handelsplattformen müssen ein Positions-Management betreiben, welches Positionslimits in Warenderivaten vorschreibt, die eine Person halten darf.

### FAZIT:

Stellt man den Entwurf der Kommission und die Stellungnahme des Europäischen Rat gegenüber, so ergibt sich für die Behandlung von Positionslimits im Handel mit Warenderivaten ein differenziertes Bild. Gelten die Positionslimits oder alternative Regelungen im Kommissionsentwurf für alle RM, MTF und OTF, lässt die Stellungnahme des Parlament und Rat keine alternativen Regelungen zu. Zudem sieht das Parlament für Warenderivate, die zur Risikoabsicherung gehandelt werden, keine Positionslimits vor, schreibt aber für diese Handelsgeschäfte einen Positionscheck<sup>1</sup> vor.

<sup>1</sup> Vermeidung des rein spekulativen Handelns durch Kontrollen.

## FAZIT:

Die MiFID II-Entwürfe des Europäischen Rats und Europäischen Parlaments weisen keine grundlegenden Unterschiede zum Entwurf der Kommission auf. Unterschiede finden sich in der Verordnung MiFIR, wobei die Parlamentsversion tendenziell enger gefasst ist (z. B. werden OTFs ausgenommen). Es ist davon auszugehen, dass sich im Umfeld der Regulierung neue Spezialanbieter am Markt etablieren werden.

## MiFID II-Handlungsfeld: Datenkonsolidierung

Durch die neuen MiFID II Vorgaben zur Datenkonsolidierung soll insbesondere die Datenqualität verbessert und die mit dem Datenerwerb verbundenen Kosten reduziert werden. Die Handelsdaten können zukünftig nicht mehr im Paket den Investoren zur Verfügung gestellt werden, sondern müssen getrennt nach Vor- und Nachhandelsdaten veröffentlicht werden. Dies gilt für alle geregelten Märkte, OTF und MTF. Ziel der Aufspaltung der Daten ist es, die Kosten zu senken und Investoren einen schnelleren und besseren Zugang zu den Handelsdaten zu gewährleisten. Darüber hinaus müssen zukünftig 15 Minuten nach Geschäftsausführung die Post-Trade-Daten kostenlos bereitgestellt werden.

Bisher ist die Wahl der Datengestaltung frei, soll aber mit der Novellierung standardisiert werden. Um die Qualität der Daten noch zu erweitern, fordert die ESMA von allen Wertpapierdienstleistungsunternehmen zukünftig die Handelsdaten über Provider, sog. genehmigte Veröffentlichungssysteme (Approved Publication Arrangement APA) zu veröffentlichen. Daneben soll auch der Datenfragmentierung aufgrund der Vielzahl an Handelsplätzen entgegengewirkt werden, indem alle verfügbaren und von geregelten Märkten, MTF, OTF und APA veröffentlichten Handelsinformationen durch Anbieter konsolidierter Datenträger (Consolidated Tape Provider: CTP) konsolidiert und in einem real-time Data Stream zur Verfügung gestellt werden.

## Ihr Handlungsbedarf

Die nähere Betrachtung der in den MiFID II Handlungsfeldern dargestellten Anforderungen zeigt, dass sich diese zum einen in eher umsetzungsorientierte Massnahmen und zum anderen in geschäftspolitische Aspekte strukturieren lassen. Sämtliche Handlungsfelder haben Auswirkungen auf die Organisation, die Prozesse, die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter und nicht zuletzt die IT der Institute. Neben den reinen Umsetzungskosten sind die laufenden ökonomischen Auswirkungen (eingeschränkte Erträge, erhöhte Kosten, Margenreduzierung aufgrund erhöhter Transparenzvorschriften) zu betrachten. Diese werden für die betroffenen Institute – je nach bisheriger Geschäftstätigkeit – sicherlich unterschiedlich sein und sind jeweils individuell festzustellen.

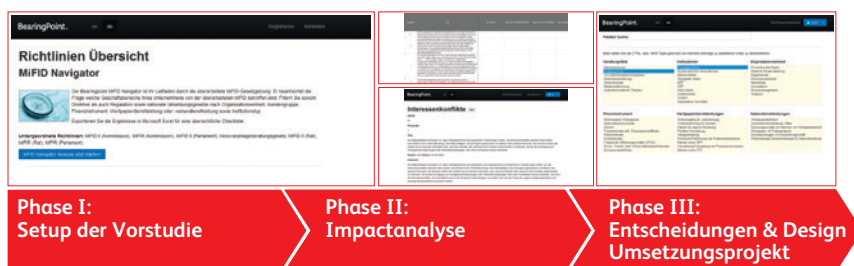
		Geschäftspolitische Ausrichtung	Organisation	Prozesse	IT	Personal
Handlungsfelder	Investoren- oder Anlegerschutz	hoch	hoch	hoch	hoch	hoch
	Marktstrukturen	hoch	hoch	hoch	hoch	mittel
	Vor- und Nachhandelstransparenz	niedrig	mittel	mittel	hoch	mittel
	Meldepflichtungen	niedrig	mittel	mittel	hoch	mittel
	Warenderivate	mittel	mittel	mittel	mittel	mittel
	Datenkonsolidierung	niedrig	mittel	niedrig	mittel	niedrig

Wenn auch mit derzeitigem Umsetzungsstand der Vorschriften noch keine detaillierten Aufwandsschätzungen möglich sind, lässt sich die Fragestellung „MiFID II – noch warten oder starten?“ klar mit einem Startsignal beantworten. Zum einen werden die Gesetzesinitiativen in Deutschland die betroffenen Institute nach derzeitigem Zeitplan bereits kurzfristig zum Handeln zwingen. Zum anderen erfordern gerade die geschäftspolitischen Fragestellungen von MiFID II eine fundierte Informationsbasis, um die bestmögliche Entscheidung für das jeweilige Institut zu vorzubereiten. Hierbei gilt es u. a. folgende Fragestellungen zu beantworten:

- Welche Auswertungsmöglichkeiten zur Beurteilung der ökonomischen Auswirkungen liegen im Institut vor?
- Welche Kundengruppen erwerben welche Finanzinstrumente im Rahmen welcher Betreuungsmodelle (execution only, beratungsfreies Geschäft, Anlageberatung, Vermögensverwaltung, Family Office etc.)?
- Welche Wertpapierdienstleistungen (insb. Finanzkommissionsgeschäft, Eigenhandel für andere, Portfoliomanagement, Anlageberatung)?
- Welche Erlöse werden heute je Wertpapierdienstleistung, Assetklasse und Kundengruppe erzielt?
- Welche Margen werden zurzeit im OTC-Handel mit Bonds und Derivaten erzielt?
- Wie hoch sind die Kosten für die Leistungserbringung für die einzelnen Wertpapierdienstleistungen?

Wenn auch die betroffenen Institute den Ergebnisbeitrag des Wertpapierdienstleistungsgeschäfts im Rahmen ihrer Jahresabschlüsse ermitteln können, dürfte die Analyse von Volumina, Kosten und Erträgen gemäss der o.g. Fragestellungen für eine Reihe von betroffenen Instituten eine Herausforderung darstellen. Entsprechend sollten die Wertpapierdienstleister und Institute die Zeit nutzen und neben einer ersten Impact-Analyse (welche Aspekte von MiFID II sind relevant und welche voraussichtlich nicht?) die für eine Vorstudie und Entscheidungsfindung notwendigen Informationen zusammen tragen.

Die hohe Komplexität der verschiedenen gesetzlichen Anforderungen und Handlungsfelder bedarf einer stringenten Methodik und eines strukturierten Vorgehens. So unterstützt BearingPoint bereits jetzt Impact-Analysen und Vorstudien bei Banken zum Thema MiFID II sowie der o.g. nationalen Gesetzesinitiativen. Für eine effizientere Analyse und Identifikation der für das jeweilige Institut relevanten MiFID II-Inhalte unterstützt BearingPoint diese Projekte mit dem MiFID II-Navigator.



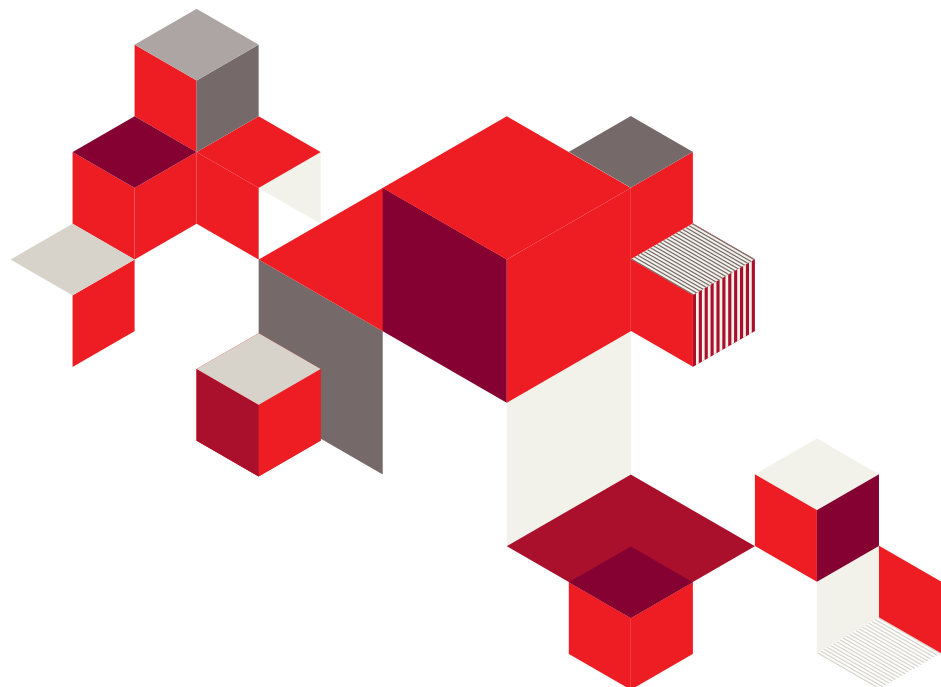
Der BearingPoint MiFID II-Navigator ermöglicht dabei eine gezielte Selektion der relevanten MiFID II Texte<sup>7</sup> und liefert die direkte Verlinkung zu Umsetzungen in nationalen Gesetzen wie z. B. WpHG<sup>8</sup> und Honoraranlageberatungsgesetz. Die Selektion kann benutzergerecht angepasst werden (bspw. Selektionen nach Geschäftsfeld, Abteilung sowie nach einzelnen Finanzinstrumenten) und in allen Projektphasen durch unternehmensindividuell angelegte Kriterien ergänzt werden. Mit Hilfe der IT-unterstützten Analyse können Lücken zur geplanten Regulierung strukturiert erarbeitet werden. Ein Export der Daten zur weiteren Verarbeitung in Microsoft Excel ist möglich. Die Benutzeroberfläche ist mehrsprachig und kann somit auch in einem internationalen Umfeld eingesetzt werden.

<sup>7</sup> Bisher: Entwurf der Europäischen Kommission, Stellungnahme des Europäischen Rats und Parlaments zu MiFID II und MiFIR.

<sup>8</sup> WpHG: Wertpapierhandelsgesetz.



Die in diesem Papier aufgeführten Argumente zeigen sowohl den unmittelbaren Handlungsbedarf sowie die Notwendigkeit einer stringenten Methodik bzw. einer strukturierten Vorgehensweise auf. Gerne steht BearingPoint für einen Workshop oder die Vorstellung des MiFID II Navigators zur Verfügung. Wir unterstützen Vorstudien oder Impactanalysen im Hinblick auf Umsetzungsmassnahmen (Prozesse & IT) sowie die Entscheidungsfindung zu den geschäftspolitischen Aspekten.



## Kontakt

**Iris Grewe**

Partner

+ 41 43 299 6401

[iris.grewe@bearingpoint.com](mailto:iris.grewe@bearingpoint.com)

**Christoph Göttlicher**

Partner

+49 69 13022 1584

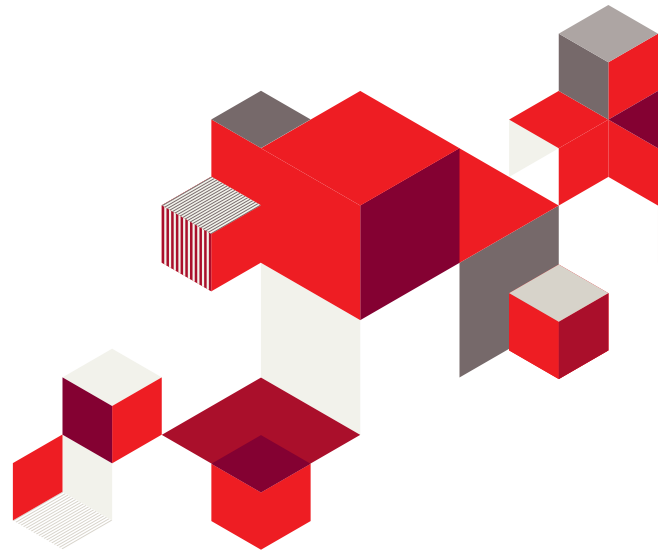
[christoph.goettlicher@bearingpoint.com](mailto:christoph.goettlicher@bearingpoint.com)

## Wir helfen unseren Kunden, messbare und nachhaltige Ergebnisse zu erzielen

BearingPoint berät Unternehmen und Organisationen aus den Bereichen Commercial Services, Financial Services und Public Services bei der Lösung ihrer dringendsten und wichtigsten Aufgaben. In enger partnerschaftlicher Zusammenarbeit mit dem Kunden definieren BearingPoint-Berater anspruchsvolle Ziele und entwickeln Lösungen, Prozesse und Systeme entlang der gesamten Wertschöpfungskette. Dies bildet die Grundlage für einen ausserordentlichen Beitrag zum Geschäftserfolg – und eine aussergewöhnliche Kundenzufriedenheit. Seit der Übernahme durch seine Partner im Rahmen eines Management Buy-Out ist BearingPoint eine unabhängige Unternehmensberatung, die Unternehmertum sowie Management- und Technologiekompetenz auf einzigartige Weise vereint. Das Unternehmen beschäftigt rund 3.500 Mitarbeiter in 16 Ländern. Das Unternehmen hat europäische Wurzeln, agiert aber global.

Für weitere Informationen: [www.bearingpoint.com](http://www.bearingpoint.com)

# BearingPoint®



**BearingPoint Switzerland AG**

Pfingstweidstrasse 60  
8005 Zürich  
Switzerland

[www.bearingpoint.com](http://www.bearingpoint.com)