

Finanzmarktordnung 2.0

MiFID II wurde vor dem Sommer verabschiedet, nun sorgen Pläne der europäischen Finanzaufsicht ESMA zur Umsetzung der Richtlinie für Kopfzerbrechen.

Das Wort „Anlegerschutz“ ist so ausgelagt wie ein fünfmal benutzter Teebeutel. Trotzdem: Die zweite Richtlinie der Europäischen Union zur Harmonisierung der Finanzmärkte im europäischen Binnenmarkt (MiFID II) soll dem Anleger schützen dienen. Darüber hinaus soll das 148 Seiten starke Regelwerk den Wettbewerb stärken und den europäischen Finanzmarkt harmonisieren.

MiFID II + MiFIR

Die Vorschrift kam gleich im Doppelpack: Parallel zur MiFID-II-Richtlinie wurde die 65 Seiten starke Verordnung „Markets in Financial Instruments Regulation“ (MiFIR) verabschiedet. Der technische Unterschied: Während EU-Richtlinien zunächst in die nationalen Gesetze einzupflegen sind, bevor sie gelten, greift eine EU-Verordnung unmittelbar.

Mit MiFIR wollen die EU-Regulatoren dem übergeordneten Ziel eines international einheitlichen Regelwerks („Single Rule Book“) näherkommen, um Regulierungsarbitrage den Nährboden zu entziehen.

Am 14. Januar 2014 wurden die Trilog-Verhandlungen zu MiFID II und MiFIR abgeschlossen. Am 15. April 2014 erfolgte die Verabschiedung beider Texte durch das EU-Parlament, und die Veröffentlichung folgte am 12. Juni 2014. Demnach gelten die Regelungen der MiFIR ab 3. Januar 2017, und die einzelnen Mitgliedsstaaten müssen die MiFID so in ihr nationales Recht umsetzen, dass die

Regelungen europaweit ab 3. Januar 2017 Anwendung finden. Bis dahin wird es vor allem noch zu einigen Diskussionen bezüglich der Auslegung der Richtlinie kommen. So muss nun etwa die europäische Finanzaufsicht ESMA in Paris bis Ende des Jahres Vorschläge zur konkreten Umsetzung der Finanzmarkttrichtlinie und damit auch zur Handhabung von Provisionen liefern. Von den bisher bekannt gewordenen Plänen der ESMA zeigt sich die Branche jedenfalls wenig begeistert, Experten warnen nun sogar davor, dass die ESMA-Pläne praktisch ein Provisionsverbot bedeuten.

„Es gibt unglaublich viele Punkte, wo die Kommission auf die Expertise der Behörde angewiesen ist. MiFID II enthält mehrere Stellen, bei denen offen ist, wie diese genau auszulegen sind. Die genaue Auslegung soll die EU-Wertpapieraufsicht festlegen“, erklärt Johannes Muschik, Chairman des österreichischen Finanzberaterverbandes AFPFA. Dazu gab es laut Muschik bereits im Sommer Konsultationen. Neben Muschik waren dabei auch Vertreter der European Federation of Financial Advisers and Financial Intermediaries (FE-CIF) in Paris anwesend, um mit der ESMA zu diskutieren. Allein das ESMA-Konsultationspapier hat laut Muschik an die 1.100 Seiten, die nun bis Ende November von der EU-Kommission durchgearbeitet werden sollen. Danach wird die Kommission erst die sogenannten delegierten Rechtsakte erlassen, wodurch es erst möglich wird, die MiFID auch

in nationales Recht umzusetzen. „Durch die delegierten Rechtsakte entscheidet die Kommission direkt; die Möglichkeiten der Mitgliedsstaaten, in der Umsetzung Dinge selbst zu entscheiden, werden dadurch deutlich eingeschränkt“, erklärt Muschik weiter. Diese Vorgehensweise ist prinzipiell vernünftig, da dadurch verhindert wird, dass jeder wieder sein eigenes Süppchen kocht. Allerdings ist die Branche mit einigen Ideen der ESMA weniger zufrieden: So wird kritisiert, dass es schließlich nicht die Aufgabe der Wertpapieraufsicht sei, neue Punkte zur Richtlinie dazuzuerfinden, sondern nur für eine klare Auslegung zu sorgen. Der Hauptkritikpunkt lag laut Muschik dabei vor allem bei der Auslegung im Bereich der Provisionsberatung.

Bekanntlich wird es künftig eine klare Unterscheidung zwischen unabhängiger und nicht unabhängiger Beratung geben, wie aus Artikel 23 der Richtlinie hervorgeht. Das bedeutet, dass „unabhängige“ Beratung in Zukunft provisionsfrei beziehungsweise gegen Honorar zu leisten ist. Beratung bei einer eingeschränkten Auswahl von Produkten darf hingegen weiter gegen Provision stattfinden. Wie die Abgrenzung der beiden Modelle im Detail aussieht, wird nun durch die ESMA und am Ende durch die Kommission entschieden. „Hier gibt es leider das Bemühen der ESMA, päpstlicher als der Papst zu sein. So wurde versucht, es auch jenen, die sich explizit nicht als unabhängig bezeichnen, faktisch unmöglich zu machen, Provisionen zu be-

Die Angst vor möglichen MiFID-II-Auswirkungen – vor allem vor dem befürchteten Provisionsverbot – war im Vorfeld groß. In Teilbereichen gibt es nun Entwarnung, es bleibt aber noch reichlich Unsicherheit.



kommen. Die ESMA hat versucht, eine Art Qualitätskriterium einzuführen: Wenn die Provisionen nicht unmittelbar der Steigerung der Qualität dienen, dann dürfen auch jene, die keine unabhängige Beratung anbieten, keine Provisionen annehmen. Dabei blieb jedoch völlig offen, woran das gemessen werden sollte. Am Ende wäre dies jedenfalls auf ein völliges Provisionsverbot hinausgelaufen.“ Erst ein deutlicher Aufschrei aus der Branche konnte die ESMA hier bremsen. So sparte etwa auch der einflussreiche deutsche Fondsverband BVI nicht mit Kritik an den ESMA-Plänen. „Was die Aufsichtsbehörde zur Zulässigkeit von Zuwendungen vorgeschlagen hat, läuft praktisch auf ein Provisionsverbot bei Wertpapieranlagen hinaus. Das sieht die Richtlinie aber nicht vor. Im Gegenteil, Honorar- und Provisionsberatung sollen nebeneinander bestehen bleiben“, äußerte sich etwa BVI-Geschäftsführer Thomas Richter zum Thema.

Warten auf die ESMA

Letztlich jedoch kann man laut Muschik nur gespannt darauf sein, was in den Empfehlungen an die EU-Kommission drin stehen wird. Aktuell gibt es zwar Vorschläge, wie etwa der Begriff unabhängig zu definieren ist: Möchte sich ein Anlageberater „unabhängig“ nennen, muss er eine ausreichende Zahl von Produkten berücksichtigen, die hinsichtlich Art und Emittenten hinreichend breit gestreut sein müssen. Außerdem darf er sich nicht auf Produkte beschränken, die von seinem Unternehmen selbst oder von Unternehmen, die in enger Verbindung zu ihm stehen, emittiert werden. Auf jeden Fall soll gemäß MiFID II dem Kunden mitgeteilt werden, auf welcher Basis der Berater arbeitet, welche

Johannes Muschik, AFPA: „Am Ende wäre dies jedenfalls auf ein völliges Provisionsverbot hinausgelaufen.“

Produktpalette er in Betracht zieht und ob die empfohlenen Produkte nach der Beratung einer regelmäßigen Beurteilung hinsichtlich der Eignung für den Kunden unterliegen.

Die genaue Definition ist bis dato laut Muschik allerdings noch offen: „Es wird hier sehr schwer sein, eine für alle geglückte Lösung zu finden. Was macht man etwa, wenn man unabhängig ist und man den Kunden zu einer Produktgruppe berät, bei der es nur zwei, drei Emittenten gibt? Wenn die Behörde also verlangt, dass man bei jedem Produktvorschlag mindestens zehn nennen muss, um unabhängig zu agieren, es aber nur drei Produkthanbieter gibt, wie ist damit umzugehen? Solche Fragen gilt es noch zu klären.“ Interessant wird auch sein, inwiefern Berater, die auf Provisionsbasis beraten, die Möglichkeit haben, zwar das Wort „unabhängig“ zu vermeiden, aber auf ähnliche Begriffe wie „neutral“,

„objektiv“ oder „frei“ auszuweichen. Das muss der Gesetzgeber klären. Daneben gibt es aber für die AFPA noch weitere unklare Punkte. So fordert Muschik

etwa, dass das Thema Telefonaufzeichnungen von der ESMA klar geregelt werden soll: „Sonst gibt es in jedem Mitgliedsstaat wieder eine eigene Regelung. Aus österreichischer Sicht wünschen wir uns, dass, wenn das Wertpapierunternehmen telefonisch gar keine Orders durchführt, es auch nicht verpflichtet wird, Telefongespräche aufzuzeichnen.“

Mehr Kostentransparenz

Auf Produktebene unterscheidet die Richtlinie nach sogenannten „komplexen“ und „nicht komplexen“ Anlageprodukten. Für den Vertrieb bedeutet dies, dass der Verkauf von komplexen Anlagen an Privatanleger nur nach Beratung möglich ist, weil der EU-Gesetzgeber diesen Anlegern mehr Schutz bieten will. Künftig werden sogenannte strukturierte OGAWs als „komplex“ eingestuft. Paradoxiere Weise gelten bestimmte Garantiefonds als strukturierte OGAWs, was bedeutet, dass sie künftig nicht mehr im reinen Ausführungsgeschäft vertrieben werden dürfen. Der Vertrieb dieser Produkte über Direktbanken wird also nicht mehr ohne Weiteres möglich sein, womit de facto wenig riskante Fondstypen im Vertrieb eingeschränkt werden.

Noch etwas bedrückt die Fondsbranche: Im Rahmen der noch zu konkretisierenden Level-2-Maßnahmen hat die ESMA vorgeschlagen, alle AIFs als komplexe Instrumente anzusehen. Offene Immobilienfonds sind AIFs, folglich könnten sie dann nicht mehr ohne Weiteres im reinen Ausführungsgeschäft vertrieben werden. Neben diesen für Finanzberater wichtigen Themen enthält MiFID II noch weitere Bereiche, die Berater aber nicht unmittelbar betreffen. Da geht es etwa um eine Verbesserung der Marktstrukturen durch organisierte Handelssysteme und eine Verbesserung der Handelstransparenz, um die Eindämmung des computergesteuerten Hochfrequenzhandels. Außerdem soll Spekulationen mit Nahrungsmitteln ein Riegel vorgeschoben werden. Auch Sanktionsmöglichkeiten werden den EU-Behörden eingeräumt. So kann die Europäische Wertpapieraufsicht ESMA zukünftig verbraucher-schädigende Finanzprodukte verbieten. Wie das in der Praxis aussehen soll, muss sich allerdings erst zeigen.

Fazit: Die grobe Richtung von MiFID II steht fest, welche Änderungen im Detail auf die Berater zukommen, wird man in den kommenden zwei Jahren sehen. FP

