



**Transparenz. Transparenz. Transparenz.** Dieses Wort ist in sämtlichen Diskussionen über die MiFID II-Richtlinie ständig zu hören, denn es ist ein wichtiger Bestandteil eines ganzen Bergs von Vorschriften, die seit der globalen Finanzkrise von der internationalen Finanzbranche zu beachten sind. Werden die Zielsetzungen der neuen Richtlinie tatsächlich erreicht, dann wird sich im Ergebnis eine grundlegende Transformation vollziehen.

Allerdings verdichtet sich aufgrund von Zweifeln an der Machbarkeit des Stichtags für die Umsetzung die Erkenntnis, dass wohl mehr Zeit für die Vorkehrungen erforderlich ist. Der für Finanzinstitute zuständige Direktor der EU-Kommission, Martin Merlin, teilte den Gesetzgebern der Europäischen Union am Morgen des 10. November mit, dass die von der Institution durchgeführte „erste Prüfung auf technischer Ebene ergeben habe, dass sicherlich eine Verschiebung“ des geplanten Stichtags, d. h. des 3. Januar 2017, notwendig werde.

Während einer Anhörung vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des EU-Parlaments sagte M. Merlin, dass der einfachste und gesetzlich tragfähigste Ansatz möglicherweise eine Verschiebung des Gesamtpakets um ein Jahr wäre.

Ein Sprecher der britischen Financial Conduct Authority entgegnete darauf, dass es Sache der Kommission, des Rates und des Europäischen Parlaments und nicht der zuständigen einzelstaatlichen Behörden sei, eine Entscheidung über die Verschiebung der Umsetzung aller oder eines Teils der Bestimmungen zu treffen.

Im Vorfeld dieser Anhörung waren mehr und mehr Stimmen laut geworden, die mehr Zeit für den Finanzsektor forderten. Bei zahlreichen grundlegenden Fragen herrscht nach wie vor Unklarheit bzw. Klärungsbedarf. Die Finanzbranche kann aber keine tragfähigen Lösungen auf der Basis hypothetischer Vorgaben entwickeln. Die Branche braucht konkrete Vorgaben, um die von den MiFID-Regeln geforderte neue Infrastruktur erfolgreich und kosteneffizient zu errichten.

So ist es derzeit praktisch unmöglich, die Breite und Tiefe von MiFID II abzuschätzen, die eine Ausweitung der Vorschriften und des Anlegerschutzes der ursprünglichen MiFID-Richtlinie von Aktien auf weitere Anlageklassen zum Ziel hat. MiFID II umfasst tausende von Seiten kondensierter Informationen, die die Kapazität des menschlichen Gehirns voll und ganz auslasten oder sie sogar übersteigt.

Aus einer neuen Kundenstudie von SGSS zur MiFID II-Readiness, an der zahlreiche europäische Vermögensverwalter beteiligt waren, ging hervor, dass MiFID II als wichtigster Änderungspunkt auf der Agenda der Kunden und als wichtigster Kostenfaktor für 2016 betrachtet wird – mit Abstand vor OGAW 5. Handelsplätze sind zur Erfüllung der Transparenzanforderungen beispielsweise gezwungen,

neue invasive Systeme und Kontrollmechanismen zu implementieren. Börsenmitglieder müssen ihrerseits die Auswirkungen der geänderten Transparenzvorschriften auf ihre Handelsaktivitäten berücksichtigen.

Die vorliegende Abhandlung ist ein Versuch, den gordischen Knoten namens MiFID II zu lösen. Sie soll die wichtigsten Auswirkungen der Richtlinie auf die Finanzbranche zusammenfassen und die Probleme erörtern, die durch die von der Richtlinie ausgelösten Unsicherheit entstanden sind, sowie die Gründe darlegen, die für eine Verschiebung ihrer Umsetzung plädieren.

Der eigentliche Grund dafür, warum sich die Finanzbranche mit der MiFID II-Richtlinie so schwer tut, ist einfach: Es handelt sich um ein sehr komplexes Patchwork. Während die Richtlinie anfangs nur für Aktien galt, erstreckt sich der Geltungsbereich der erweiterten Version nun auch auf Anleihen, Derivate, Rohstoffe und strukturierte Produkte, wodurch die Regulierer erreichen wollen, dass mehr Anlageklassen an offiziell anerkannten Handelsplätzen gehandelt werden. Eine derart große Zahl von Aspekten mit einem einzigen umfassenden Regelwerk abdecken zu wollen, ist kompliziert und aufwändig.

### **Welche Buy-Side-Institute sind betroffen?**

MiFID II betrifft den Fondsvertrieb. Sie betrifft die Fondsmanager. Sie betrifft die Anlageberater. Sie betrifft die Privatbanken. Sie betrifft aber auch die Anleger.

Die Schlüsselemente in Bezug auf die Transparenz umfassen Bestimmungen für erweiterte Meldepflichten sowie strengere Transaktionskontrollen. Eine wichtige Neuerung für die Vermarktung und den Vertrieb ist die Art und Weise, wie Anlageberater und Portfoliomanager künftig Zuwendungen erhalten, denn sie ist mit einer Anpassung der etablierten Vertriebsmodelle verbunden.

Von grundsätzlicher Bedeutung sind die neuen Produkt-Governance-Regeln, die den Schwerpunkt auf die Ausrichtung der Finanzprodukte am Bedarf des Anlegers legen – sie sollen nicht nur den aktuellen, sondern auch den künftigen Anforderungen des Anlegers entsprechen. Die erhöhten Anforderungen an die Aufzeichnungspflichten drohen sich zu einem logistischen Alptraum auszuwachsen und sind mit hohen IT-Investitionen verbunden.

### **Ausweitung der Best-Execution-Pflicht**

Die MiFID II-Richtlinie erhöht die Anforderungen für die bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen („Best Execution“) der ursprünglichen Richtlinie und erweitert ihren Geltungsbereich über Aktien und Anleihen hinaus auch auf andere Finanzprodukte. Die MiFID I-Richtlinie hatte das „beste Ergebnis für den Kunden“ zum Ziel. MiFID II erweitert das Konzept durch neue Kriterien wie Preis, gesamte Transaktionskosten, Ausführungsgeschwindigkeit (d. h. die Dauer zwischen dem Eingang eines Auftrags bei den Ausführungsplätzen und seiner tatsächlichen Ausführung) und Wahrscheinlichkeit der Ausführung einer Transaktion gemäß den Auftragsparametern.

Nach den neuen Best Execution-Regeln ist ein Bericht zu erstellen, der die Ausführungsqualität – falls Aufträge nach Finanzinstrumenten zusammengefasst werden – sowie den Ausführungsplatz und die Auftragsart enthalten muss. Ferner sind die Gründe, die ein Finanzinstitut veranlasst haben, den

Auftrag an einem spezifischen Handelsplatz auszuführen, offenzulegen. Hierzu gehören Zuwendungen, Stammaktionär(e), Verhältnisse zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft, Nachlässe usw. In diesem Zusammenhang gilt wie auch bei den meisten anderen Maßnahmen der MiFID II-Richtlinie der Grundsatz der Transparenz, der Berechtigung und der Offenlegung.

## **Grundlegende Änderungen im Vertrieb**

Eine der markantesten Änderungen betrifft sicherlich die Bereiche Vermarktung und Vertrieb, für die neue Vergütungsregeln geplant sind. Mitglieder von Vertriebsnetzen, die bisher finanzielle Zuwendungen von Fondsmanagern oder anderen Strukturierern von Finanzinstrumenten erhalten haben, müssen künftig nach einem anderen Verfahren vergütet werden. Sie müssen entscheiden, ob sie unabhängige Anlageberater oder von bestimmten Fondsinitiatoren abhängige Anlageberater sein möchten. Dies hat gravierende Konsequenzen für das Vertriebsmodell und zieht Änderungen der Vertriebsstruktur und der Gebühren nach sich.

Die neuen Rahmenbedingungen erschweren die Preisgestaltung und Kostenzuweisung für Research auf der Sell- und Buy-Side. Gegebenenfalls sind zahlreiche Verträge zu überprüfen. Researchaktivitäten müssen in irgendeiner Form vergütet werden, wodurch die Gesamtkosten von Anlagen steigen. Werden der Umfang, die Qualität und der Wettbewerb für das Angebot von Research reduziert, hat dies möglicherweise ein höheres Anlagerisiko zur Folge.

Derartige Anforderungen begünstigen die Entwicklung neuer Vertriebsmodelle für Research. Ein Beispiel eines neuen Modells liefert die RSRCHX-Plattform. Nach Aussagen dieser Ende September 2015 an den Start gegangenen Online-Börse hostet sie Research von Unternehmen, die sich auf so unterschiedliche Bereiche wie Rohstoffe, europäische Online-Händler, globale Transportunternehmen, M&A-Analysen, Videospiele, Wirtschaftsnachrichten aus China, drahtlose Hausautomationstechnologie, globale Finanzflüsse und Finanztechnologie spezialisiert haben. Die RSRCHX-Plattform behauptet, dass ihr Angebot mittlerweile mehrere tausend Research-Notes umfasst, die eine transparente Gebührenstruktur aufweisen und entweder einzeln gekauft oder abonniert werden können.

## **Zunahme des Datenbestands**

Die Auflagen für Transaktionsprotokolle sind ebenfalls deutlich gestiegen. MiFID II verlangt in neuen Feldern mehr als viermal so viel Daten für den gesamten Prozess als die ursprüngliche Richtlinie. In diese Felder sind sehr detaillierte Daten einzugeben, einschließlich der eindeutigen Identifikation der bezeichneten Personen und Computer-Algorithmen in der Wertpapierfirma, die für die Anlageentscheidungen verantwortlich ist. MiFID II sieht für Wertpapierfirmen, die Aufträge erhalten und weiterleiten, sie jedoch nicht ausführen, ebenfalls Auflagen vor.

Mehr Transparenz kann gut für Anleger sein, doch die Kehrseite der Medaille dieses höheren Transparenzgrads ist, dass sie die Liquidität in einem weniger liquiden Markt unter Umständen noch weiter beeinträchtigen kann.

Die Meldepflichten werden umfangreicher; es wird aber nicht jeder in der Lage sein, die höheren Auflagen zu bewältigen. Wertpapierfirmen müssen künftig Telefongespräche und E-Mail-

Mitteilungen aufzeichnen und Einzelgespräche über den Erhalt und die Weiterleitung von Aufträgen, die Ausführung von Kundenaufträgen und Eigenhandelsaktivitäten protokollieren.

Ferner müssen die Aufzeichnungen fünf Jahre – anstelle der bisherigen sechs Monate – lang aufbewahrt werden, möglicherweise sogar bis zu sieben Jahre, wenn die zuständige nationale Aufsichtsbehörde dies vorschreibt. Die fünfjährige Lagerung von Millionen Besprechungsprotokollen und aufgezeichneten Telefongesprächen ist eine absolut gigantische Aufgabe. Auf Fondsanbieter mit europaweitem Vertrieb, die den Überblick über viele tausend Transaktionen und Daten von Kunden in verschiedenen Ländern behalten wollen, kommt somit einiges zu.

### **Verschwommene Differenzierung der Kundengruppen**

MiFID II wird die Grenzen zwischen institutionellen Investoren und Kleinanlegern und dem Anlegerschutz, der ihnen geboten wird, verwischen. Im neuen Umfeld ist jeder, der kein institutioneller Investor ist, automatisch ein Kleinanleger („*retail investor*“). Unter diese neu gefasste Definition des Begriffs „Kleinanleger“ können dann auch staatliche Pensionsfonds, Privatkunden mit hohem Anlagevolumen und auch die berühmten Kommunen fallen.

### **Fazit: Was kommt?**

Die MiFID II kommt und unterscheidet sich stark von der MiFID I. Ihr Geltungsbereich ist erheblich weiter gefasst und stellt die Fähigkeit der Branche zur Entwicklung und Umsetzung fristgerechter tragfähiger Lösungen für zahlreiche Implementierungsprobleme auf die Probe. Die Betroffenen stehen mit ihren Vorkehrungen vor einer Herkulesaufgabe.

Doch die Finanzbranche wird allen apokalyptischen Prognosen zum Trotz nicht an dieser Aufgabe scheitern. Große Vermögensverwalter haben sicherlich bereits Impact-Analysen durchgeführt und wissen, wo Handlungsbedarf besteht. Der Startschuss ist gefallen und der nächste Schritt ist nun die Entwicklung und Umsetzung eines geeigneten Fahrplans, da mittlerweile wichtige technische Spezifikationen veröffentlicht wurden.

Fortschritte lassen sich aber nicht im Alleingang erzielen. Die Branche muss zusammenarbeiten, damit sie die angestrebte Marktstruktur, die geforderte Transparenz und den Anlegerschutz gewährleisten kann. Die Regulierungsbehörden und Anleger müssen ihrerseits einsehen, dass jegliche Verbesserung der Transparenz de facto mit höherer Komplexität verbunden ist. Und das bedeutet höhere Kosten und möglicherweise eine geringere Liquidität.

Doch wie bereits erwähnt: Man kann von der Finanzbranche nicht verlangen, dass sie Lösungen auf der Basis hypothetischer Vorgaben entwickelt. Sie benötigt mehr Klarheit, um die Hauptziele der MiFID II erfüllen zu können.