

Es gilt das gesprochene Wort

MiFID - die Sicht des Aufsehers

Rede von Karl-Burkhard Caspari
Vizepräsident der
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

auf der Konferenz
„Wettbewerb, Technologie, und Regulierung
– Trends in der Wertpapierindustrie“
am 25. September 2007,
in Frankfurt/Main

Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren,
in gut einem Monat tritt das neue
„Grundgesetz für den Wertpapierhandel“
in Deutschland in Kraft und es heißt Fi-
nanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz,
kurz FRUG. Mit ihm hat der Gesetzgeber
die Vorschriften der MiFID und ihrer
Durchführungsrichtlinie in deutsches
Recht umgesetzt. Wertpapierdienstleister,
Börsen aber auch die BaFin werden sie
weitgehend ab dem 1. November anwen-
den müssen.

Die über 130 Richtlinien-Artikel füllen
mehr als 60 Seiten im Bundesgesetzblatt.
Vor allem ändern sich Wohlverhaltens-
und Organisationsregeln im Wertpapier-
handelsgesetz; aber auch das Börsenge-
setz ist gründlich überarbeitet worden.

Neues zu entdecken gibt es darüber hinaus im Kreditwesengesetz (KWG) und in verschiedenen anderen Gesetzen und Verordnungen.

Selbstbeschränkung

Das klingt wie das Ergebnis von Regulierungswut. Ist es aber nicht; tatsächlich sehen wir hier das Resultat von strikter gesetzgeberischer Selbstbeschränkung. Denn die Vorgaben der EU waren zwingend, und als der deutsche Gesetzgeber sie in hiesiges Recht überführt hat, hat er penibel darauf geachtet, nicht über die Anforderungen des Gemeinschaftsrechtes hinauszugehen. Damit hat er sich den dringenden Wunsch der Industrie zu Herzen genommen, sie nicht unnötig zu belasten.

Dennoch: Trotz strikter Eins-zu-Eins-Umsetzung haben die neuen Bestimmungen einiges an Masse zu bieten. Ihre Fülle steht unbestritten in einem gewissen Spannungsverhältnis zu den Zielen der Deregulierung und des Bürokratieabbaus, die einen hohen Stellenwert haben. Für künftige Änderungswünsche ist allerdings Brüssel der richtige Ansprechpartner. Denn nicht nur die neuen Bestimmungen, die die MiFID mit sich gebracht hat, sondern nahezu das gesamte Wertpapierhandelsgesetz beruhen mittlerweile auf europäischen Vorgaben.

In Brüssel hat man sich auf die Fahnen geschrieben, für Finanzdienstleister Chancengleichheit auf dem europäischen Binnenmarkt herzustellen und den Anlegerschutz zu erhöhen.

Darum sind die Zulassungsanforderungen harmonisiert und die Organisations- und Wohlverhaltenspflichten seit 1993 immer weiter ergänzt und präzisiert worden. Hohe Transparenz des Handels und der Wegfall von Börsenprivilegien sollen den Wettbewerb zwischen organisierten Märkten und anderen Handelsplätzen EU-weit ankurbeln.

Dialog mit der Industrie

Das sind erstrebenswerte Ziele. Um sie zu erreichen, müssen sich nicht nur die beaufsichtigten Unternehmen mit einem ziemlichen Kraftakt auf die neuen Spielregeln vorbereiten. Auch für die Aufsicht ist es eine Herausforderung, die Regelungen mit Leben zu füllen und sie praktisch umzusetzen. Sachgerecht geht das nur im Dialog mit der Industrie –

und in engem Kontakt mit den Aufsichtskollegen in den anderen EU-Staaten. Die MiFID hat uns Aufsehern sogar ausdrücklich intensive Kooperation untereinander verordnet. Es gibt nur wenige Ausnahmen, bei denen sich nationale Aufsichtsbehörden weigern dürfen, ihren Kollegen dabei unter die Arme zu greifen, Sachverhalte aufzuklären oder Verstöße zu verfolgen.

Die MiFID kommt – müssen wir uns vor dem 1. November fürchten? Ich meine, nein. Viele der Neuerungen der MiFID sind – bei näherem Hinsehen – glücklicherweise längst selbstverständlich, vor allem große Unternehmen beherzigen etliche der neuen Spielregeln bereits jetzt. Mittleren und kleineren Unternehmen versuchen wir, dabei zu helfen, sich in der Welt des FRUG zurechtzufinden.

Im Juli und gerade gestern haben wir Informationsveranstaltungen über das neue Gesetz abgehalten. Wir haben außerdem vor, künftig zumindest einmal im Quartal mit den Verbänden Auslegungsfragen zu besprechen und die Ergebnisse zum Beispiel via Rundschreiben zu kommunizieren.

Schon bekannte Regeln

Vieles, etwa Wohlverhaltenspflichten gegenüber Dienstleistungskunden, existiert bereits in Verwaltungsrichtlinien und der Aufsichtspraxis der BaFin. MiFID und FRUG haben sie allerdings nun auf eine höhere Stufe der Verbindlichkeit gehoben. Ich kann den Betroffenen aber auch noch etwas zurufen, um sie zu beruhigen: Wenn wir Aufseher überwachen, ob die Unternehmen die neuen Regeln des FRUG einhalten,

werden wir berücksichtigen unter welchem Zeitdruck sie dabei stehen, die neuen Vorgaben umzusetzen.

Die BaFin ist keine Blackbox, die Input in unerklärlicher Weise verdaut und dann verblüffende Entscheidungen auswirft. Wir möchten, dass unsere Kriterien transparent sind und dass unsere Arbeit nachvollziehbar ist: Wir planen darum verschiedene Workshops, zunächst mit Wirtschaftsprüfern zu den Themen: „Prüfung 2008 – was erwartet die BaFin? Was ändert sich mit der neuen Wertpapierdienstleistungsprüfungsverordnung (WpDPV)? Wann ist von einem Mangel in der Implementierung auszugehen?“ Folgen sollen dann Workshops unter anderem mit Compliance-Beauftragten der Institute zu Problemen bei der Umsetzung des FRUG.

Auslegungsfragen

Wenn wir – „wir“, das sind Finanzdienstleister und Aufseher – daran gehen, das FRUG umzusetzen, werden wir uns mit etlichen Fragen beschäftigen müssen, die die rechtliche Auslegung und die praktische Anwendung angehen. Die bringt die Einführung neuer Erlaubnistatbestände und neuer Details bei den Wohlverhaltenspflichten mit sich.

Anlageberatung

Ein neuer Erlaubnistatbestand ist etwa die Anlageberatung. Sie war bisher eine Wertpapier*neben*dienstleistung und darum erlaubnisfrei. In Zukunft bedarf sie der Erlaubnis der Aufsicht; Anlageberater können vom europäischen Pass Gebrauch machen und ihre Dienstleistung auch europaweit anbieten. Was ist Anlageberatung?

Als Anlageberatung gilt die persönliche Empfehlung, die sich auf Geschäfte mit bestimmten konkreten Finanzinstrumenten bezieht und auf die Situation des Kunden zugeschnitten ist – oder zumindest in Anspruch nimmt, dies zu sein. Damit unterscheidet sich Anlageberatung vom allgemeinen Anlage-Tipp, von der Finanzanalyse und von der Werbung.

Anlageberater und Finanzportfolioverwalter dürfen nur dann in Aktion treten, wenn sie wissen, welche Kenntnisse und Erfahrungen ihre Kunden mit Wertpapieren haben, welche Anlageziele sie verfolgen und wie es um ihre finanziellen Verhältnisse bestellt ist. Kann ein Anlageberater nicht genau abschätzen, ob ein Produkt für einen Kunden geeignet ist, weil er nicht genug über den Kunden weiß, dann leuchtet für ihn eine rote Ampel auf: Empfehlungsverbot.

Wenn der Kunde darauf besteht kann die beratende Bank natürlich auch einen Auftrag ausführen, den sie selbst als unangemessen für ihren Kunden erachtet – wenn sie ihn vorher gewarnt hat.

Best execution

Eine Wohlverhaltensregel, die man besonders hervorheben sollte, ist die Verpflichtung zur best execution, also Aufträge so auszuführen, dass es für den Kunden am günstigsten ist. Danach haben die Dienstleister alles zu tun, was angemessen ist, um für ihre Kunden das bestmögliche Ergebnis zu erzielen, wenn sie Kundenaufträge ausführen oder an Dritte weiterleiten.

Woran wird gemessen, was das bestmögliche Ergebnis ist? Bei Privatkunden sind die Kriterien der Preis des Papiers und die Ausführungskosten.

Um die bestmögliche Ausführung zu gewährleisten, werden die Unternehmen dazu verpflichtet, interne Grundsätze aufzustellen – über die müssen sie ihre Kunden informieren. Später muss zwar nicht in jedem Einzelfall tatsächlich das Optimum für den Kunden erreicht worden sein; aber das Unternehmen muss nachweisen können, dass es sich durchgängig an seine Ausführungsgrundsätze gehalten hat.

Meldewesen

Verändern wird die Umsetzung der MiFID auch das Meldewesen nach § 9 WpHG. Diese §9-Meldungen, also die Meldungen aller abgeschlossenen Geschäfte, sind für die BaFin wichtig, wenn sie prüft, ob verbotener Insiderhandel oder Marktmanipulation stattgefunden haben.

Für die Meldungen gilt künftig das Heimatlandprinzip – das heißt, dass etwa die zahlreichen XETRA-Remote-Teilnehmer künftig nicht mehr direkt an die BaFin melden, sondern an die Aufsicht in ihrem Heimatstaat. Diese leitet die Meldungen dann an die BaFin weiter. Der Teufel steckt hier im technischen Detail – der gut gemeinte Heimatlandansatz der MiFID sorgt in der Praxis für viel Arbeit.

Der Inhalt der Meldungen muss europäischen Vorgaben entsprechend angepasst werden. Das technische Format der Meldungen hingegen bleibt das alte; das war ein ausdrücklicher Wunsch der Betroffenen. Einige Standards zur Identifizierung von Beteiligten und Finanzinstrumenten müssen jedoch zwingend verändert werden,

damit der Datenaustausch sicher über die Bühne geht. Eine weitere Neuerung ist der Wegfall der Meldungen für Werte des Freiverkehrs. Diese Meldepflicht ist im Rahmen der Eins-zu-Eins-Umsetzung, von der ich eingangs gesprochen habe, entfallen. Damit wir auch künftig verbotene Geschäftspraktiken im Freiverkehr verfolgen können, sind wir nun darauf angewiesen noch enger als bisher mit den Handelsüberwachungsstellen zusammen zu arbeiten.

Es könnte auch sein, dass wir öfter als in der Vergangenheit zu Einzelabfragen greifen müssen – denn der Datenbestand, der automatisch ausgewertet werden kann, wird spärlicher. 2006 drehte sich immerhin ein Viertel der positiven Insideranalysen um Freiverkehrswerte,

bei den Analysen von Marktmanipulation waren es sogar in der Hälfte der Fälle Freiverkehrswerte.

MTFs

Neue Regeln hat die MiFID auch noch auf einem anderen Gebiet auf Lager – nämlich für die verschiedenen Handelsplätze, an denen Kundenaufträge ausgeführt werden können. Der Richtlinienggeber erfasst nun auch die multilateralen Handelssysteme (MTFs) – sie sind eine Alternative zu den herkömmlichen Börsen. Die Anforderungen an den Handelsablauf, die Zulassung von Börsenteilnehmern und die Vor- und Nachhandels-
transparenz entsprechen dabei weitestgehend den Bestimmungen für geregelte Märkte.

Es bleibt abzuwarten, wie sich nun der Marktanteil der MTFs entwickelt. Bisher fristet das MTF als „börsenähnliches Handelssystem“ noch eher ein Schatten-dasein.

Ein MTF im Sinne der MiFID ist der börsliche Freiverkehr. Er bleibt weiterhin unter der Aufsicht der Länder, während die unter anderem von Banken betriebenen multilateralen Handelssysteme nach den bisherigen Festlegungen im FRUG von der BaFin überwacht werden sollen. MTF wurden bislang als Anlagevermittler beaufsichtigt. In Zukunft wird sich die Aufsicht auch auf die laufende Einhaltung der speziell für MTFs geltenden Regeln erstrecken, wie etwa Transparenzpflichten und Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Handels.

OTC-Handel

Das FRUG rückt auch den außerbörslichen OTC-Handel in den Fokus der Aufsicht. Denn die Umsetzung der MiFID führt auch dafür umfassende Nachhandels-transparenz ein. Wertpapierdienstleister müssen nun sämtliche Geschäfte veröffentlichen, die sie außerhalb von geregelten Märkten und MTFs abschließen.

Es wird Sie nicht überraschen, dass die BaFin diese Pflicht zur Nachhandels-transparenz nicht umfassend kontrollieren kann - die schiere Masse der anfallenden Daten wird dafür sorgen, dass wir uns in der Praxis mit unserer Prüfung auf bestimmte Aspekte konzentrieren müssen.

Wir werden etwa schauen, ob geeignete Verfahren vorhanden sind, um eine unverzügliche Veröffentlichung sicherzustellen. Selbstverständlich behalten wir uns aber vor, auch in begründeten Einzelfällen genauer nachzuschauen, ob OTC-Geschäfte ordnungsgemäß veröffentlicht wurden.

Internalisierer

Sie sehen, der außerbörsliche Handel wird künftig stärker als bisher reguliert. Dafür sorgen auch die neuen Vorschriften für systematische Internalisierung. Ein systematischer Internalisierer führt regelmäßig Kundenaufträge gegen sein eigenes Buch aus und wickelt sie nicht über geregelte Märkte und MTFs ab.

Der Internalisierer unterliegt besonderen Vorschriften –

die MiFID stellt hohe Anforderungen an die interne Ausführung von Kundenorders. Der Anbieter muss unter anderem laufend verbindliche Quotes veröffentlichen und den Kunden einen diskriminierungsfreien Zugang dazu gewähren. Einschränkung ist anzumerken, dass die erhöhten Pflichten für Internalisierer nur für Aufträge in bestimmten Aktien oder aktienvertretenden Zertifikaten gelten, die an einem geregelten Markt zugelassen sind. Gleichwohl dürften sich viele Anbieter nicht in dieses enge Regelungskorsett zwängen wollen und deshalb versuchen, zu vermeiden, als systematische Internalisierer eingestuft zu werden.

Hier stehen wir Aufseher dann vor einem Problem, wie es öfter im Zusammenhang mit der MiFID-Terminologie vorkommt:

Denn trotz aller Regulierungstiefe verwendet die MiFID unbestimmte Rechtsbegriffe, die zwar näher, aber nicht unbedingt deutlich definiert werden. Die MiFID charakterisiert den systematischen Internalisierer etwa als Unternehmen, das „häufig, regelmäßig und systematisch“ Kundenorders gegen das eigene Buch abwickelt. Die EU-Verordnung konkretisiert, dass es im Geschäftsmodell des Kandidaten eine „wesentliche kommerzielle Rolle“ spielen muss, Kundenaufträge gegen sein eigenes Buch auszuführen. Sie sehen, damit ist zwar etwas mehr gesagt, aber noch immer nicht völlige Klarheit geschaffen. Die BaFin muss an dieser Stelle – und in anderen Fällen auch – Auslegungsarbeit leisten und eine Verwaltungspraxis etablieren.

„Aufsicht mit Augenmaß“

Es ist also noch so einiges im Fluss. Darum wird die BaFin in der ersten Zeit nach Inkrafttreten der neuen Regelungen nicht auf jede Unzulänglichkeit mit dem Aufsichtshammer reagieren. Schließlich gilt der Grundsatz der „Aufsicht mit Augenmaß“. Wir erwarten allerdings, dass die praktische Umsetzung zügig und gewissenhaft angegangen und nicht schleifen gelassen wird.

Ob Institute sich gesetzeskonform verhalten, wird im Übrigen in Zukunft nicht nur die BaFin interessieren. Auch Verbraucherschutz- und Berufsverbände sowie Handelskammern werden darauf ein waches Auge haben. Warum? Weil die MiFiD verlangt hat, ein Verbandsklagerecht einzuführen.

Und in Deutschland ist man der Forderung nachgekommen, indem man die Wohlverhaltensregelungen zu Verbraucherschutzgesetzen definiert hat.

Nun haben die Verbände und Kammern gegen jedes Wertpapierdienstleistungsunternehmen einen einklagbaren Anspruch darauf, dass die Verletzung von Wohlverhaltensregeln des FRUG eingestellt wird. Eines nachweisbaren Schadens bei einem bestimmten Kunden bedarf es dazu nicht. Wenn also die BaFin in der ersten Zeit nach dem Inkrafttreten des FRUG noch Verständnis zeigt für die Umsetzungsschwierigkeiten, so gibt es keine Garantie dafür, dass Verbandskläger und die ordentliche Gerichtsbarkeit sich entsprechend verhalten werden.

Mehr Kooperation

Meine Damen und Herren, ich sagte es eingangs schon: Die MiFID gibt uns Aufsehern in Europa auf, noch enger als bisher zu kooperieren und uns noch besser abzustimmen. Das müssen wir zum Beispiel, wenn wir grenzüberschreitende Dienstleistungen effektiv überwachen wollen - etwa, wenn ausländische Zweigstellen errichtet werden. Grundsätzlich sieht die MiFID vor, das Heimatlandprinzip zu stärken, also das Prinzip, wonach die Aufsicht im Heimatland gleich alles mit überwacht, was ein Institut im Ausland tut. Bei der Beaufsichtigung von Zweigstellen muss sie sich jedoch die Kompetenzen mit der Behörde im Gastland teilen. Das führt dazu, dass Zweigstellen eigentlich die Rechtsnormen unterschiedlicher Staaten befolgen müssen -

je nachdem, welche Behörde für ein bestimmtes Geschäft zuständig ist. Um Rechts- und Kompetenz-Wirrwarr zu vermeiden, hat man sich im Ausschuss der Wertpapieraufsichtsbehörden in Europa (CESR) auf folgende Lösung verständigt: Die Behörden entwickeln jeweils bilateral Programme, mit deren Hilfe sie grenzüberschreitend tätigen Institute so überwachen wollen, dass es möglichst keine doppelte Belastung für die Unternehmen gibt.

Trotz aller Harmonisierung gibt es noch nationale Unterschiede in den Finanzmarktaufsichten. Wir müssen darauf achten, dass sich keine Situation herausbildet, in der zu einer Aufsichtsarbitrage kommt.

Ausblick

Lassen Sie mich abschließend noch einen kurzen Ausblick wagen:

Was wird auf die Finanzindustrie und die Aufsicht in den nächsten Monaten zukommen? Bisher mussten wir ja oft erwarten, dass gilt: Nach der Richtlinie ist vor der Richtlinie. Aber derzeit gibt es die berechtigte Hoffnung, dass Brüssel tatsächlich einmal eine längere Regulierungspause einlegt, jedenfalls für die Wertpapieraufsicht. Ich denke, uns werden alleine die Folgen der MiFID ohnehin noch längere Zeit beschäftigen. Die Erfahrung zeigt, dass nach Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens die Arbeit weiter geht: unbestimmte Rechtsbegriffe müssen ausgelegt werden, Rundschreiben und Bekanntmachungen sind zu ändern oder neu zu entwerfen. Bis sich eine gefestigte Anwendungs- und Verwaltungspraxis etabliert hat, wird es noch viele Vermerke und Gespräche geben.

Ich betone noch einmal: die Schwierigkeiten, die sich für die Finanzwirtschaft bei der Umstellung auf die MiFID-Vorschriften geben, können wir als Aufsicht gut nachvollziehen. In mancher Hinsicht sitzen wir mit Ihnen in einem Boot und rudern gemeinsam durch die Regulierungswellen.

