

Der finale Bericht „technical advice“ der ESMA zur MiFID II / MiFIR

Die Regeln dürfen die Aktienkultur und den Einsatz
von Derivaten im Risikomanagement der
Realwirtschaft nicht beeinträchtigen

Zusammenfassung

Einige der im finalen ESMA-Bericht „technical advice“ zur MiFID II / MiFIR vorgesehenen Regeln würden der ohnehin unterentwickelten Aktienkultur in Deutschland schaden. Damit widersprechen sie dem Ziel der Europäischen Kommission, eine Kapitalmarktunion in der EU zu etablieren. Dies gilt insbesondere für die Dokumentation der Geeignetheitsprüfung in der Kundenberatung („Europäisches Beratungsprotokoll“) und die Regeln zur Bereitstellung von Research.

Klarstellungs- bzw. Korrekturbedarf gibt es auch bei den Ausnahmebestimmungen für den Handel auf eigene Rechnung und der Definition Warenderivate. Außerdem weisen wir bereits jetzt auf die Notwendigkeit hin, bei den aktuell von der ESMA konsultierten Schwellenwerte für die Nebentätigkeitsausnahme eine praxisgerechte de minimis Ausnahme zu schaffen, um den administrativen Aufwand für nichtfinanzielle Unternehmen zu minimieren. Schließlich sind die von der ESMA vorgeschlagenen Schwellenwerte unangemessen niedrig und würden in dieser Form das Risikomanagement der Realwirtschaft mit Warenderivaten beeinträchtigen.

1 Anmerkungen zum Aktienmarkt

1.1 Europäisches Beratungsprotokoll: Dokumentation der Geeignetheit

Erfahrene Kunden müssen die Möglichkeit haben, in der Bankberatung auf eine Dokumentation der Geeignetheit verzichten zu dürfen.

MiFID II regelt die Pflicht aller Wertpapierunternehmen, in der Finanzberatung die Geeignetheit eines Produkts für den Kunden zu prüfen und dies zu dokumentieren („suitability report“ – Art. 25(6) MiFID II). Mit dieser Dokumentation wird auf europäischer Ebene das „Beratungsprotokoll“ eingeführt, das bislang ausschließlich in der deutschen Beratungspraxis eingesetzt wird.

Der europäische Gesetzgeber sollte daher aus den deutschen Erfahrungen lernen und diese berücksichtigen. Als unerwünschte Nebenwirkung hat das Deutsche Aktieninstitut in einer Studie für Deutschland festgestellt, dass sich viele Banken insbesondere wegen der aufwendigen Protokollierung aus der Beratung aus Einzelaktien zurückziehen. Auch Investmentfonds, Anleihen und Zertifikate werden weniger empfohlen.¹ Für die Kunden ist die zwingende Protokollierung oftmals ein Ärgernis – als Konsequenz nehmen diese viel öfter überhaupt keine Beratung mehr in Anspruch.²

Vermögenspolitisch kann dies nicht gewollt sein, wenn Banken aus Furcht vor Haftungsansprüchen oder aufgrund unangemessen hoher Implementierungskosten weniger oder gar keine Einzelaktien mehr empfehlen. Gerade in der derzeitigen Niedrigzinsphase entgehen dem Anleger damit Renditechancen. Zudem wird der Börsengang der Unternehmen durch Gelder von Privatanlegern immer schwieriger, wenn Banken ihre Kunden nicht mehr auf Aktien aus Börsengängen in der Beratung aufmerksam machen. Dies konterkariert den Ansatz der Europäischen Kommission, im Rahmen der Kapitalmarktunion insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern.

1 Siehe Deutsches Aktieninstitut: Regulierung drängt Banken aus der Aktienberatung – eine Umfrage unter deutschen Kreditinstituten, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Juli 2014.

2 Eine im Auftrag des Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz erstellte Studie des Instituts für Transparenz kommt zu dem Schluss, dass sich jeder fünfte Bankkunde die Möglichkeit wünscht, auf die Beratungsdokumentation verzichten zu dürfen (siehe Institut für Transparenz: Evaluierung der Beratungsdokumentation im Geldanlage- und Versicherungsbereich, Juni 2014, S. 159).

Unsere Einschätzung:

Es ist daher wichtig, dass insbesondere erfahrene Bankkunden auf die Dokumentation im Beratungsprozess verzichten dürfen. Diese Verzichtsmöglichkeit wird vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit dem Beratungsprotokoll derzeit intensiv in Deutschland diskutiert. Eine nationale Lösung ist aber nicht realisierbar, wenn sie nicht auch europäisch im Rahmen der Finanzmarktrichtlinie MiFID II implementiert wird. Bislang sieht ESMA in ihrem „technical advice“ zur MiFID II keine Verzichtsmöglichkeit für erfahrene Kunden bei der Dokumentation der Geeignetheit vor (zum „suitability report“ siehe S. 156 des technical advices). Um negative Konsequenzen für die Aktienkultur in Europa und in Deutschland zu vermeiden ist es daher wichtig, dass die Europäische Kommission im Rahmen des delegierten Rechtsakts eine Verzichtsmöglichkeit für erfahrene Kunden einfügt.

1.2 Anforderungen an das Research als zulässige Zuwendung („inducement“)

Die Regeln zum Research dürfen die Kapitalmarktfinanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen nicht gefährden.

ESMA diskutiert die zahlreichen Bedenken, die in der Konsultation gegen das geplante Verbot der kostenlosen Bereitstellung von Research vorgebracht wurden. Allerdings weicht sie grundsätzlich nicht von dem Verbot ab. Der kostenpflichtige Bezug von Research muss laut ESMA folgenden Anforderungen genügen (technical advice auf S. 139ff.):

- Research muss entweder aus den eigenen Ressourcen des Investmentmanagers bezahlt werden, was über eine Erhöhung der Verwaltungsgebühren finanziert werden kann.
- Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, ein eigenes Research-Budget einzurichten. Die hierfür benötigten Mittel müssen dem Anleger per Gebühr („research charge“) separat in Rechnung gestellt werden. Diese Gebühr darf keine Verbindung zu dem Volumen oder Wert der Wertpapiertransaktionen in Verbindung aufweisen. Außerdem muss mit jedem Kunden die Höhe und die Frequenz der Researchgebühr vereinbart werden. Eine Erhöhung des Budgets bedarf wiederum der Zustimmung der Kunden. Nicht benötigte Mittel werden an die Kunden zurückerstattet. Für dieses Budget muss die Wertpapierfirma entsprechende Kontrollprozesse einrichten. Außerdem muss die Wertpapierfirma regelmäßig die Qualität des Researchs vor dem Hintergrund des Kundennutzens überprüfen.

Schließlich werden Broker aufgefordert, Kosten für Research und für Transaktionen separat auszuweisen. Die Bereitstellung anderer Produkte oder Dienstleistungen, die über die Abwicklung der Transaktion hinausgehen, darf nicht von dem Umfang der gezahlten Transaktionsgebühren abhängen.

Unsere Einschätzung:

Derzeit stellt sich die Praxis in Deutschland wie folgt dar: Der Investmentmanager erwirbt bei oder über einen Broker Wertpapiere nach den Grundsätzen der „Best Execution“. Die Broker stellen dem Investmentmanager kostenlos Research zur Verfügung, wenn sie häufig bzw. in großem Volumen im Wertpapiergeschäft beauftragt werden. Investmentmanager sind verpflichtet, die Bereitstellung von Research bei der Entscheidung über die Vergabe der Aufträge zu berücksichtigen, wenn die angefragten Broker gleiche oder fast gleiche Kommissionsgebühren verlangen. In diesem Fall muss derjenige Broker gewählt werden, der zusätzlich Research bereitstellt. Diese Gebühren werden ausschließlich für die Ausführung der Aufträge erhoben. Von den so im Lauf der Zeit vereinnahmten Gebühren reserviert der Broker im Falle des Vorliegens eines sog. Commission Sharing Agreements (CSAs), die für jeden Fonds einzeln vereinbart werden, einen Teil der vereinnahmten Erträge dafür, dem Kunden (d.h. dem Investmentmanager) zu einem späteren Zeitpunkt Research bereitzustellen, wobei der Kunde keinerlei Anspruch auf Auskehrung des reservierten Betrages hat.

Die mit der BaFin abgestimmten Wohlverhaltensregeln des BVI³ bestätigen die Zulässigkeit der Bereitstellung von so genannten „soft commissions“ wie Research, Finanzanalysen, Markt- und Kursinformationssysteme unter der Vorgabe, dass diese, soweit sie im Zusammenhang mit Geschäften, die einem Fonds zuzurechnen sind, vereinnahmt werden. Darüber hinaus müssen sie bei den Anlageentscheidungen im Interesse der Anleger verwendet werden. Zudem ist die Absicht, geldwerte Vorteile wie Research zu vereinnahmen, im Verkaufsprospekt des Fonds zu dokumentieren. „Hard commissions“ wie Zahlungen an den Investmentmanager („Kick-backs“) werden indes Teil des Fondsvermögens.

Der ESMA-Vorschlag widerspricht dieser Praxis und stellt einen Systemwechsel bei der Bereitstellung von Research dar. Diese drohenden Änderungen sind im Gesetzgebungsverfahren der MiFID II nicht behandelt worden. Damit sind weder alternative Lösungen diskutiert noch mögliche Auswirkungen nachhaltig untersucht worden.

Der Vorschlag der ESMA führt dazu, dass Fondsanleger, die durch die beabsichtigte Änderung vermeintlich geschützt werden sollen, zusätzlich durch die Implementierung von Research-Budgets oder die Erhöhung der Verwaltungsgebühren für den Erwerb von Research höher als heute belastet werden. Die von ESMA geforderten

³ Siehe BVI: Wohlverhaltensregeln, September 2012, S. 10 (www.bvi.de).

Prozesse zur Compliance mit den Vorgaben sind außerdem insbesondere für kleinere Investmentmanager sehr aufwändig. Um diese Belastung zu begrenzen, werden die Investmentmanager die Kosten senken, indem sie die Nachfrage nach Research verringern. Konsequenz ist, dass sie sich bei der Auswahl des vom Broker angebotenen Researchs auf Werte fokussieren werden, für die es eine entsprechende Nachfrage bei den Anlegern und ein entsprechendes Fondsvolumen gibt. Dies sind i.d.R. große Fonds mit Aktien großer Unternehmen.

Es ist zu befürchten, dass Research für kleinere und mittlere Unternehmen weniger nachgefragt und damit auch weniger angeboten wird. Dadurch verschärft sich das Problem, dass die Analystencoverage dieser Unternehmen, die ohnehin bereits jetzt schon gering ist, weiter verringert.

Die Auswirkungen des ESMA-Vorschlags stehen also dem Ziel der Europäischen Kommission, den Kapitalmarktzugang und den Börsengang für kleine und mittlere Unternehmen zu verbessern, entgegen. Daher sollte von diesem Vorschlag abgesehen werden. Als Lösung regen wir hingegen an, sich an den bereits vorliegenden Regeln wie den mit der BaFin abgestimmten Wohlverhaltensregeln des BVI zu orientieren (siehe die Ausführungen oben). Über den Hinweis im Fondsprospekt, dass der Investmentmanager Research von dem Broker erhält, hat der Anleger die volle Transparenz. Bereitgestellte „soft commissions“ wie Research können nur dann angenommen werden, wenn sie dem Interesse des Anlegers entsprechen. Werden vom Investmentmanager hingegen „hard commissions“ vereinnahmt („Kick-backs“), wird klargestellt, dass diese den Anlegern zustehen. Nachteile für kleinere und mittlere Unternehmen werden vermieden. Eine Kodifizierung klarer, dem Anleger dienenden Regeln beendet zudem regulatorische Arbitrage innerhalb der EU und vermeidet Missbrauch. Die Regeln Wohlverhaltensregeln des BVI, die sich vor diesem Hintergrund in Deutschland bewährt haben, könnten hierfür Vorbild sein.

2 Anmerkungen zum Derivatemarkt

2.1 Anwendungsbereich der MiFID: Direkter elektronischer Zugang

Die Nutzung elektronischer Plattformen im Risikomanagement nichtfinanzieller Unternehmen mit Derivaten darf keine MiFID-Lizenz auslösen.

Personen, deren Finanzaktivitäten auf eigene Rechnung geschehen (dazu gehört der Derivateinsatz nichtfinanzieller Unternehmen zu Absicherungszwecken), müssen grundsätzlich keine Lizenz als Wertpapierfirma beantragen (Art. 2 Abs. 1(d)). Von dieser Ausnahmeregelung können aber nicht Personen profitieren, die „Mitglied oder Teilnehmer eines geregelten Marktes oder MTF oder [...] einen direkten elektronischen Zugang zu einem Handelsplatz“ haben (Art. 2 Abs. 1(d)(ii)).

Viele nichtfinanzielle Unternehmen nutzen elektronische Plattformen wie Currenex, 360T usw., um effizient Derivate für ihr Risikomanagement zu erwerben. Diese Plattformen vernetzen die Anbieter von Derivaten (Banken) und ihre Kunden (u.a. nichtfinanzielle Unternehmen). Für die Unternehmen ergibt sich der Vorteil, nicht mehr telefonisch bei unterschiedlichen Banken Angebote für ein Derivat einholen zu müssen, sondern durch die elektronische Weiterleitung einer Anfrage gleich mehrere Banken, die an diese Plattformen angeschlossen sind und vom Unternehmen ausgewählt wurden (ein Auswahlkriterium ist bspw. die Bonität), zu erreichen. Dies ändert nichts daran, dass es sich hierbei um ein bilateral abgeschlossenes Geschäft handelt.

Unter den neuen MiFID-Bestimmungen ergibt sich das Problem, dass diese Plattformen...

- ...künftig möglicherweise als MTF fungieren werden. Dann stellt sich die Frage, ob die nichtfinanziellen Unternehmen als Mitglieder bzw. Teilnehmer dieser MTF-Plattformen gelten. Wenn dies so ist, könnten sie nicht mehr von den Ausnahmeregeln profitieren und müssten eine MiFID-Lizenz beantragen.
- ...von den Unternehmen elektronisch (web-basiert) erreicht werden. Hieraus ergibt sich die Frage, ob bei dieser Zugangsweise ein „direkter elektronischer Zugang zu einem Handelsplatz“ vorliegt, der ebenfalls die oben beschriebene Folge einer MiFID-Lizenz hätte.

Unsere Einschätzung:

Mit einer MiFID-Lizenz müssten nichtfinanzielle Unternehmen, obwohl sie Derivate fast ausschließlich zu Absicherungszwecken einsetzen, die Pflichten einer Wertpapierfirma erfüllen. Dazu gehören nicht nur die unterschiedlichen Anforderungen, die in der MiFID kodifiziert sind (Organisationspflichten, Wohlverhaltenspflichten usw.). Vielmehr würden sie unter anderen Regulierungen als „Finanzinstitute“ eingestuft und damit beispielsweise unter der Derivateverordnung EMIR clearingpflichtig, ohne von den Ausnahmebestimmungen für nichtfinanzielle Gegenparteien Gebrauch machen zu können.

Daher ist davon auszugehen, dass die meisten, wenn nicht alle nichtfinanziellen Unternehmen bei einer drohenden MiFID-Lizenz darauf verzichten werden, die betroffenen elektronischen Plattformen zu verwenden. Damit verringert sich die Effizienz des Derivateinsatzes im Risikomanagement mit entsprechenden Kostensteigerungen. Dies kann nicht gewollt sein kann.

Deswegen muss klargestellt werden, dass die Nutzung von Plattformen wie Currenex, 360T usw. durch nichtfinanzielle Unternehmen keine MiFID-Lizenzierungspflicht auslöst. Zwar hat die ESMA dieses Problem in ihrem finalen Bericht erkannt (s. S. 340ff.). Es bestehen aber weiterhin Unsicherheiten darin, ob der entsprechende „technical advice“ ausreichend ist. Diese Unsicherheiten müssen durch eine Klarstellung beseitigt werden.

2.2 Definition Warenderivate (Annex 1, Section C 6 und C 7 MiFID II)



Die Definition Warenderivate muss angemessen sein.

Kritisch für realwirtschaftliche Unternehmen ist insbesondere die Bedingung für „must be physically settled“, da über OTFs gehandelte Energiegroßhandelsprodukte, die effektiv geliefert werden müssen, von der Definition in C 6 ausgenommen sind.

Unsere Einschätzung:

Die Definition muss praxisingerecht sein. Dieser Anforderung widerspricht der von ESMA formulierte „ability test“ in C 6 (1)(i) des technical advice. Demnach müssen die Vertragspartner sicherstellen, dass sie über angemessene „arrangements“ für die Lieferung bzw. die Abnahme physischer Waren verfügen. Solche „arrangements“ sind aber bei den meisten Unternehmen der Realwirtschaft nicht üblich; der Umsetzungsaufwand wäre unter Umständen sehr hoch. Schließlich ist der hier

geforderte Test im Level-1-Text nicht vorgesehen, widerspricht auch jedem politischen Willen während der Verhandlungen um MiFID II / MiFIR und wurde von ESMA nicht konsultiert, sondern kurz vor der Fertigstellung des technical advice eingefügt. Er sollte daher gestrichen werden. Außerdem müssen die Liefermethoden, die in C 6 (8) beschrieben werden, umfassend sein, um in der Praxis angewandt werden zu können. Hierbei sollte insbesondere auf den Absatz c) des CESR-Advice von 2005 zurückgegriffen werden.

Von der Definition in C 7 sind Derivate ausgenommen, die kommerziellen Zwecken dienen. Allerdings ist die Definition „commercial purposes“ in dem technical advice der ESMA unter C 7 (6) viel zu eng und umfasst nur Geschäfte mit Netzbetreibern („if it is entered into with or by an operator or administrator of an energy transmission grid, energy balancing mechanism or pipeline network“). Geschäfte zwischen Versorgern und den Unternehmen der Realwirtschaft, die unter diese Definition fallen, wären dann keine kommerziellen Geschäfte mehr und würden künftig als Finanzinstrumente angesehen. Diese Definition widerspricht auch der Definition „Absicherungsderivat“ in der Derivateverordnung EMIR, die nicht auf die Gegenpartei, sondern auf den Absicherungszweck abstellt (s. Art. 10 Abs. 3: Derivate, die objektiv messbar zur Reduzierung der Risiken beitragen, die unmittelbar mit der Geschäftstätigkeit oder dem Liquiditäts- und Finanzmanagement verbunden sind). Sie muss daher deutlich ausgeweitet werden.

2.3 Nebentätigkeitsausnahme: Erste Anmerkungen



Die Schwellenwerte zur Bestimmung der Nebentätigkeitsausnahme müssen angemessen sein.

Keine MiFID-Lizenz benötigen nichtfinanzielle Unternehmen, wenn sie Warenderivate und Emissionszertifikate (und Derivate hierauf) im Rahmen ihres Geschäfts nur als Nebentätigkeit einsetzen. Hierzu soll ESMA Schwellenwerte in Bezug auf das Kriterium „eingesetztes Kapital“ und „Marktanteil der Handelsaktivität“ erarbeiten (Art. 2 Abs. 1(j) und Art. 2 Abs. 4 MiFID II). Privilegierte Transaktionen, dazu gehören Absicherungsderivate, werden nicht als eine die Nebentätigkeit konstituierende „Handelsaktivität“ angesehen.

Unsere Einschätzung:

Nichtfinanzielle Unternehmen nehmen in der Regel keine Zuordnung von Kapital für bestimmte Aktivitäten vor. Daher wäre die Berechnung des Schwellenwerts „eingesetztes Kapital“, bei dem Kapital zu unterschiedlichen Aktivitäten wie dem Einsatz von Warenderivaten oder Emissionszertifikaten zugerechnet werden muss, mit einem erheblichen administrativen Aufwand verbunden. Nichtfinanzielle Unternehmen, die Derivate ohnehin überwiegend zu Absicherungszwecken einsetzen

und daher fast ausschließlich privilegierte Transaktionen ausführen, sollten daher von der Berechnung beider Schwellenwerte durch eine de minimis Regel ausgenommen werden.

ESMA diskutiert in dem Konsultationspapier zum Entwurf für die entsprechenden technischen Regulierungsstandards eine solche Ausnahme. Diese ist sehr wichtig; sie muss aber praxisgerecht sein. Details hierzu werden wir nach einer genaueren Analyse in unserem Kommentar zur Konsultation beschreiben.

Unter die Definition privilegierte Transaktionen müssen ebenfalls Emissionszertifikate fallen, die ein nichtfinanzielles Unternehmen aufgrund der Anforderungen aus dem EU-Emissionshandel vorhalten muss. Hier liegt eine regulatorische Notwendigkeit vor, der sich das Unternehmen nicht entziehen kann. Es wäre daher paradox, hier eine „trading activity“ zu unterstellen. Bisher gelten aber nur Derivate als Absicherungsinstrumente und fallen dementsprechend unter die Definition privilegierte Transaktionen.

Unabhängig von der Diskussion um die de minimis Ausnahme sind die von der ESMA angesetzten Schwellenwerte unangemessen niedrig (5 Prozent für das eingesetzte Kapital auf Gruppenebene und 0,5 Prozent Marktanteil in der jeweiligen Asset-Klasse). Daher sehen wir die Gefahr, dass viele Versorger sich aus dem Geschäft mit den betroffenen Finanzinstrumenten zurückziehen werden, da ansonsten die MiFID-Lizenz droht. Damit verbunden sind nicht nur erheblich höhere Produktions- und Energiekosten mit den entsprechenden negativen Auswirkungen auf Wirtschaft und Verbraucher. Auch wird die Liquidität auf den Märkten für Warenderivate drastisch sinken, was sich negativ auf die Kosten des Risikomanagements der Realwirtschaft auswirkt. Wir plädieren daher für eine deutliche Anhebung dieser Schwellenwerte und werden dies auch im Konsultationsprozess fordern.

Schließlich ist in dem Konsultationspapier bislang unklar, durch wen das Volumen des Gesamtmarkts in der jeweiligen Assetklasse bestimmt wird, mit dem die eigene Handelsaktivität für die Berechnung des Schwellenwertes verglichen wird. Hierbei will die ESMA auf die Daten in den Transaktionsregistern zurückgreifen, an die gemäß der Derivateverordnung EMIR sämtliche Details der Derivatetransaktionen berichtet werden müssen. Dieser Wert muss zentral von der ESMA bereitgestellt werden. Dies garantiert die Einheitlichkeit der Anwendung dieses Werts für alle betroffenen Unternehmen. Außerdem existieren unter der EMIR unterschiedliche Transaktionsregister, die Daten sammeln und verwahren (Regis-TR, DTCC usw.). Der Aufwand für jedes Unternehmen, die Daten bei den unterschiedlichen Transaktionsregistern abzurufen, wäre unangemessen hoch und fehleranfällig.

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niedenau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915 - 20
Fax + 49 69 92915 - 12
kuhn@dai.de
www.dai.de

