



Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss

INT/165
"Wertpapierdienstleistungen"

Brüssel, den 18. Juni 2003

STELLUNGNAHME

des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses

zu dem

"Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates"

KOM(2002) 625 endg. - 2002/0269 (COD)

Der Rat beschloss am 16. Dezember 2002, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss gemäß Artikel 262 des EG-Vertrags um Stellungnahme zu folgender Vorlage zu ersuchen:

"Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates"

KOM(2002) 625 endg. - 2002/0269 (COD).

Die mit der Vorbereitung der Arbeiten beauftragte Fachgruppe Binnenmarkt, Produktion und Verbrauch nahm ihre Stellungnahme am 4. Juni 2003 an. Berichterstatter war Frau BOVING.

Der Ausschuss verabschiedete auf seiner 400. Plenartagung am 18./19. Juni (Sitzung vom 18. Juni) mit 60 Ja-Stimmen bei 1 Stimmenthaltung folgende Stellungnahme:

*

* *

1. Zusammenfassung des Kommissionsdokuments

1.1 Die 1993 erlassene Wertpapierdienstleistungsrichtlinie legt fest, unter welchen Bedingungen zugelassene Wertpapierhäuser und Banken bestimmte Dienstleistungen auch in anderen Mitgliedstaaten anbieten können.

1.2 Die derzeitige Richtlinie bietet keinen wirksamen Rahmen für den grenzübergreifenden Wertpapierhandel in der Union:

- sie beinhaltet keine ausreichend harmonisierten Regeln für eine gegenseitige Anerkennung der Zulassungen für Wertpapierhäuser;
- sie enthält veraltete Regeln für den Anlegerschutz;
- sie umfasst nicht das gesamte Dienstleistungsangebot für Anleger;
- sie erfasst nicht regulatorische und wettbewerbsrechtliche Fragen, die sich ergeben, wenn Börsen untereinander mit neuen Auftragsausführungsplattformen in Wettbewerb treten;
- sie enthält fakultative Bestimmungen zur Regulierung der Marktstruktur;
- sie bietet keine einheitliche Basis für die grenzübergreifende Zusammenarbeit;
- die Bestimmungen der bisherigen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie sind unflexibel und überholt.

1.3 Ziel der neuen Richtlinie ist die Gewährleistung des Anlegerschutzes und der Marktintegrität durch Festlegung harmonisierter Anforderungen für die Tätigkeiten der zugelassenen Intermediäre sowie die Förderung fairer, transparenter, effizienter und integrierter Finanzmärkte. Mit der Richtlinie soll ein Rechtsrahmen geschaffen werden, in dem die Verpflichtungen auf das jeweilige

Risikoprofil der verschiedenen Marktteilnehmer zugeschnitten sind. Die geänderte Wertpapierdienstleistungsrichtlinie soll die Integration der Sekundärmärkte für Finanzinstrumente erleichtern, indem sie für Geschäfte, die mit oder im Namen von Kunden oder auf eigene Rechnung getätigt werden, harmonisierte Vorschriften festlegt und die transparente Funktionsweise organisierter Handelssysteme fördert. Kernelemente sind dabei:

- die Regeln zur Harmonisierung von Inhalt und Form der Offenlegung der einschlägigen Daten durch die Emittenten;
- der Schutz der Marktintegrität, Schutz vor Marktmissbrauch;
- die Öffnung der Freiheiten des Binnenmarktes für Organismen für gemeinsame Anlagen;
- die Förderung eines effizienten und wettbewerbsfähigen Clearing- und Abrechnungssystems für den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel.

2. Einzelheiten des Vorschlags

2.1 Effiziente, transparente und integrierte Infrastruktur für den Finanzhandel

2.1.1 Dort, wo der integrierte Broker/Dealer tätig wird, müssen die Kunden besonders darauf vertrauen, dass in ihrem Interesse gehandelt wird. Deshalb sieht der Entwurf einen besonderen Anlegerschutz im Bereich der Internalisierung vor.

2.1.2 Die Spielregeln sollen festgelegt werden, damit die Auftragsausführung im Interesse des Anlegers und im Sinne der Gesamteffizienz des Finanzsystems erfolgt.

2.1.3 Gefährdungen für Anlegerschutz und Markteffizienz müssen ausgeschlossen werden. Das erfordert ein Maßnahmenpaket, das die Streuung des Handels auf unterschiedliche Marktplätze und über unterschiedliche Handelswege nicht zu einer Fragmentierung der Liquidität führt und die Marktteilnehmer nicht davon abhält, potenzielle, für beide Seiten vorteilhafte Abschlüsse, auszu-machen. Kernstück ist eine wirksame Transparenzregelung, die sicherstellt, dass Einzelheiten der letzten zum Abschluss gebrachten Geschäfte und die Informationen zu aktuellen Handelsmöglichkeiten auf allen Marktplätzen, über Handelssysteme und andere Auftragsausführungsstrukturen EU-weit allen Marktteilnehmern zugänglich sind.

2.1.4 Wettbewerb und Innovation sollen so wenig wie möglich eingeschränkt werden. Unterschiede bei der aufsichtsrechtlichen Behandlung sollten die Fähigkeit der Institute/Börsen, die aufgrund einer besonderen Regelung tätig sind, nicht unterminieren.

2.1.5 Die Richtlinie will einen kohärenten und risikosensiblen Rahmen für die Regulierung der Hauptformen von Auftragsausführungssystemen abstecken:

- Das beinhaltet regulatorische Interventionen, die dem spezifischen Anlegerschutz und den Risiken für die Markteffizienz gerecht werden;

- Das umfasst aber auch wettbewerbsmäßige und regulatorische Interaktionen, die sich ergeben, wenn unterschiedliche Handelsplattformen- und -methoden nebeneinander bestehen, aber unterschiedlichen Permutationen des Marktes und anlegerspezifischen Regelungen unterworfen sind.

2.1.6 Erforderlich dafür sind umfassende Vorschriften über die Transparenz von Handelsinformationen. Die Transparenzverpflichtungen sollen eine wirksame, grenzübergreifende Interaktion von Handelsinteressen in Echtzeit ermöglichen. Dabei sind unterschiedliche Grade der Transparenz vorgesehen.

2.1.7 Die Richtlinie soll sicherstellen, dass die außerbörsliche Ausführung von Kundenaufträgen nur dort erfolgt, wo sie nachweislich im besten Interesse des Kunden erfolgt. Die Wertpapierhäuser werden dazu angehalten, regelmäßig abzuwägen, welcher Marktplatz für die Geschäfte ihrer Kunden die günstigsten Bedingungen bietet.

2.1.8 Der Status und die Zulassungsregeln für geregelte Märkte werden beibehalten. Der Vorschlag versucht, eine Reihe gemeinsamer hochrangiger Prinzipien für die Zulassung, Regulierung und die Beaufsichtigung geregelter Märkte festzulegen. Diese betreffen die

- Festlegung der zuständigen Behörde und des anwendbaren Rechts;
- Aufnahme von Anforderungen an den Betreiber eines Marktes;
- Einführung umfassender vor- und nachbörslicher Transparenzanforderungen.

2.1.9 Der Entwurf legt Grundsätze fest, denen zufolge ein geregelter Markt Instrumente zum Handel über seine Systeme zulassen kann und vorsieht, dass die detaillierten Durchführungsmaßnahmen, die diesen Grundsätzen Wirkung verleihen sollen, in Stufe 2 ausgearbeitet werden. Jeder geregelte Markt muss die Zulassungsbedingungen anwenden, die zuvor von den öffentlichen Behörden genehmigt wurden und darauf abzielen, die freie Begehrbarkeit und die tatsächliche Abrechnung der Instrumente zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang sind zu nennen:

- die Einführung einer neuen Hauptwertpapierdienstleistung in bezug auf den Betrieb eines MTF. Damit wird den Instituten, die diese Systeme betreiben, gestattet, als Wertpapierhaus unter Einhaltung der entsprechenden Aufsichtsregeln zugelassen zu werden;
- Organisatorische Anforderungen für MTF;
- Vor- und nachbörsliche Transparenzverpflichtungen in bezug auf Aktiengeschäfte, die über ein MTF zum Abschluss gebracht wurden;
- Abweichungen von den Vermittlungsverpflichtungen für Geschäfte, die über ein MTF abgeschlossen wurden.

2.1.10 Der Richtlinienvorschlag sieht eine systematische Verpflichtung für Wertpapierhäuser vor, wenn sie Geschäfte außerhalb der Regeln und Systeme eines geregelten Marktes, oder eines MTF tätigen. Vorgesehen sind:

- Einführung einer eigenen Bestimmung zu den Interessenkonflikten;

- Verstärkung der Bestimmungen zur bestmöglichen Ausführung;
- Einführung von Vorschriften zur Erarbeitung von Kundenaufträgen;
- die nachbörsliche Transparenzverpflichtung, wonach die Wertpapierhäuser, die Abschlüsse mit Aktieninstrumenten tätigen, öffentlich und soweit möglich in Echtzeit den Kurs und das Volumen getätigter Abschlüsse darlegen;
- vorbörsliche Transparenzverpflichtung: Der Vorschlag sieht vor, vorbörsliche Transparenzverpflichtungen für Wertpapierhäuser in Form von Offenlegungsvorschriften für Kunden-Limit-Order und für die Kurse auf Aktien in einer Größe, wie Kleinaktionäre sie fordern, festzulegen;
- Die zwingende Kursoffenlegungspflicht soll auf Transaktionen beschränkt werden, die Ordergrößen für Kleinaktionäre im Hinblick auf sehr liquide Aktien betreffen.

2.2 Anlegerschutz und Vorschriften für Wertpapierhäuser

2.2.1 Die Erstzulassung und die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit der Wertpapierhäuser soll harmonisiert werden.

2.2.2 Der Vorschlag sieht eine weitreichende Modernisierung und Stärkung der Rechte und Pflichten der Wertpapierhäuser vor:

- Voraussetzung für die Zulassung und Tätigkeit als Wertpapierhaus ist die vorgeschriebene und laufende Kapitalausstattung. Wertpapierhäuser, die ausschließlich in der Anlageberatung tätig sind, werden von der Verpflichtung der Kapitaladäquanzrichtlinie ausgenommen;
- Wertpapierhäuser sollen dazu verpflichtet werden, zunächst die im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit auftretenden Interessenkonflikte zu ermitteln und dafür zu sorgen, dass diese Konflikte nicht zum Nachteil der Kunden gehen und organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen, mit denen diese Interessenkonflikte so gehandhabt werden, dass die Kundeninteressen keinen Schaden nehmen.

2.3 Wohlverhaltensregeln für die Erbringung von Dienstleistungen gegenüber den Kunden

2.3.1 Die Umsetzung der derzeitigen Bestimmungen wurde durch die unklare Auslegung der wichtigsten Begriffe und die unpräzise Rolle der Herkunfts- und Aufnahmebehörden bei der Durchführung der Regeln behindert. Die Richtlinie sieht eine klare und rechtsverbindliche Anleitung für die Umsetzung dieser Grundprinzipien vor.

2.3.2 Eines der Hauptziele der Richtlinie liegt in der Einführung einer gesonderten Bestimmung, in der die Pflichten von Maklern/Broker/Dealern zur bestmöglichen Ausführung festgelegt werden:

- Alle Wertpapierhäuser, die im Namen von Kunden handeln, werden verpflichtet, angemessene Sorgfalt im Hinblick darauf walten zu lassen, dass der Auftrag zu den für den Kunden günstigsten Konditionen durchgeführt wird.

- Das Wertpapierhaus muss darlegen, sich in ausreichendem Maße darum bemüht zu haben, im Namen seiner Kunden die bestmögliche Ausführung zu erzielen. Die Bedingungen, unter denen davon ausgegangen werden kann, werden angegeben.
- Die Wertpapierhäuser werden verpflichtet, ihre Verfahren, mit denen den Kunden die bestmögliche Ausführung zugesichert wird, regelmäßig zu überprüfen.
- Vorschriften für die Bearbeitung von Kundenaufträgen sehen vor, dass der Anleger voll und ganz über die verschiedenen Kanäle, über die sein Auftrag ausgeführt werden kann, im Bilde sein sollte.

2.4 Der Geltungsbereich der Richtlinie soll auf bestimmte anlageorientierte Tätigkeiten und Handelsgeschäfte mit finanziellem Charakter erweitert werden, die Kunden in großem Umfang angeboten werden und/oder Risiken für Anleger oder Markt verursachen. Anlageberatung soll als eigenständiges, zunehmend bedeutsames Finanzgeschäft anerkannt werden. Dabei soll die Anlageberatung nicht ungerechtfertigten oder allzu drückenden rechtlichen Anforderungen unterworfen werden. Die Finanzanalyse soll strenge berufliche und ethische Standards erfordern. Warenderivate werden in die Richtlinie aufgenommen. Die Begriffsbestimmung umfasst bestimmte auf geregelten Märkten gehandelte Terminkontakte, die in den Fällen, in denen sie die Charakteristika von Finanzinstrumenten aufweisen, geldmäßig reguliert werden.

2.5 **Besonderheiten**

Die Richtlinie beschränkt die Behandlung des Clearings und der Abrechnung auf die Erläuterung der Rechte der Wertpapierhäuser und Teilnehmer an den geregelten Märkten bezüglich Zugang und Auswahl einer Clearing- und Abrechnungsstelle in anderen Mitgliedstaaten.

3. **Allgemeine Bemerkungen**

3.1 Die Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ist für das Wertpapiergeschäft von zentraler Bedeutung. Der Bedarf für eine neue Richtlinie ist sicher gegeben. Der Richtlinienentwurf wird daher grundsätzlich begrüßt. Begrüßt wird insbesondere auch die Zielsetzung des Entwurfes, den Anlegerschutz und die Marktintegrität zu gewährleisten. Jedoch sollte der notwendige Anlegerschutz nicht zu einer Monopolisierung führen, die die freie und unabhängige Anlageberatung faktisch abschafft und die Regulierung sollte nicht weitergehen, als für einen notwendigen Grad an Schutz für die Kunden und eine gleichzeitige Wahrung der Wettbewerbsfähigkeit nötig.

4. **Besondere Bemerkungen**

4.1 Die Vorschläge des Entwurfes zur Internalisierung gehen in die richtige Richtung. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass durch die Internalisierung von Handelsaufträgen ein Liquiditätsabfluss von den geregelten Märkten (Börsen) stattfindet. Zwar machen sich die Internalisierungssysteme die an einem geregelten Markt gebildeten Preise (Börsenpreise) zu Nutzen und importieren sie als Referenzpreise in ihr eigenes System (price-taking), ihrerseits tragen sie aber nicht an der folgenden Preisentwicklung bei, da sie ihre Kauf-/Verkaufsaufträge nicht am geregelten Markt platzieren. Aus diesem Grund erscheint es sinnvoll, einem systematischen Internalisierer die Pflicht aufzu-

erlegen, am jeweiligen Referenzmarkt als "Market Maker" zu agieren und somit einen Liquiditätsbeitrag zu leisten. Diese Liquiditäts-Spende müsste sich auf die Titel erstrecken, die Gegenstand des Internalisierungssystems sind.

4.2 Zu begrüßen ist, dass der Richtlinienentwurf die Frage des Wettbewerbs zwischen Börsen, Multilateral Trading Facilities und Internalisierungssystemen aufsichtsrechtlich regelt. Die grundsätzliche Auferlegung einer stärkeren Transparenzpflicht ist zu begrüßen. Die Regelungen zur Pre-Trade-Transparenzpflicht sollten aber präzisiert und stärker ausgestaltet werden. Denn eine so zentrale Frage wie die Pre-Trade-Transparenz sollte auf Stufe 1 möglichst abschließend entschieden werden.

4.3 Es ist zu begrüßen, dass der Richtlinienentwurf die Anlageberatung als eigene Wertpapierdienstleistung aufnimmt. Dadurch wird die Trennung zwischen Beratung und beratungsfreier Wertpapierdienstleistung besonders betont. Entsprechend sollte bei Fehlen eines vertraglich vereinbarten Beratungsverhältnisses, der Pflichtenkreis des Wertpapierdienstleistungsunternehmens auf die nach Professionalität des Kunden abgestufte Erteilung aller zweckdienlichen Informationen beschränkt bleiben. Damit sichergestellt ist, dass das bewährte Execution-only-Geschäft auch in Zukunft möglich bleibt, ist eine ausdrückliche Regelung für diese Geschäfte wünschenswert.

4.4 Die im Entwurf vorgenommene Trennung zwischen professionellen und nicht professionellen Kunden ist in den meisten Mitgliedstaaten unbekannt. Bei der Einordnung sollten deshalb auch – in praktikablem Umfang - die individuellen Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden in Wertpapiergeschäften sowie seine individuellen Bedürfnisse berücksichtigt werden. Ein genereller Bestandschutz der bestehenden Kundenverbindungen sollte gewährt werden.

4.5 Zweckdienliche Informationen, wie sie Art. 18 fordert, müssen auch standardisiert erbracht werden dürfen.

4.6 Wünschenswert wäre, die Ermächtigung, technische Durchführungsbestimmungen zu den Wohlverhaltensregelungen zu erlassen (Art. 18 Nr. 9), an die Durchführung einer zuvor durchgeführten Kosten-Nutzen-Analyse zu koppeln. Eine solche wurde auch vom Europäischen Parlament gefordert.

4.7 Zu begrüßen sind grundsätzlich die Vorschläge zur bestmöglichen Ausführung von Kundenorders („best execution“). Die entsprechende Regelung in Art. 19 Abs. 1 des Richtlinienentwurfes sollte aber nur programmatischen Charakter im Sinne einer Festlegung dessen haben, was unter einer „best execution“ grundsätzlich zu verstehen ist. Eine konkrete Verhaltens- und Organisationspflicht würde sich dann aus Art. 19 Abs. 2 dergestalt ergeben, dass jedes Wertpapierdienstleistungsunternehmen geeignete technische und organisatorische Vorkehrungen bereithalten muss, die eine „best execution“ gewährleisten.

4.8 Es sollte bei der „best-execution“ nach der Art der Geschäftsabwicklung unterschieden werden. Die Regelung sollte nur dann zur Anwendung kommen, wenn die Auftragsdurchführung

nicht durch einen geregelten Markt abgewickelt wird. In diesem Fall wäre nachzuweisen, dass die außerbehördliche Ausführung auf keinen Fall zu einem schlechteren Preis als dem Börsenpreis erfolgt. Ferner ist den Wertpapierdienstleistungsunternehmen für die bestmögliche Ausführung ein Beurteilungsspielraum sowie die Möglichkeit einzuräumen, durch geeignete vertragliche Vereinbarungen vorab mit dem Kunden eine im Regelfall anzuwendende Ausführungsart zu vereinbaren.

4.9 Im Rahmen des Komitologieverfahrens sollte bei der konkreten Ausgestaltung der technischen Durchführungsvorschriften die Art der erbrachten Dienstleistung, die Art der Finanzinstrumente sowie die unterschiedliche Geschäftsstruktur der Wertpapierdienstleistungsunternehmen berücksichtigt werden. So wird abgeregt, Art. 16 Abs. 4 Buchstabe a dahingehend zu ergänzen, dass im Hinblick auf die Art der vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu ergreifenden Maßnahmen auch zu berücksichtigen ist, ob ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen regelmäßig oder nur in Einzelfällen über Interessenkonflikte verfügt.

4.10 Dabei ist bei den technischen Durchführungsbestimmungen das Leitbild eines vorausschauenden gut unterrichteten Kunden zu Grunde zu legen, der seine wirtschaftliche Entscheidung privatautonom treffen kann.

4.11 Die Limitaufträge, die nicht durchgeführt werden können, sollten an den geregelten Markt weitergeleitet werden.

4.12 Die Diskussion zur Regulierung von Clearing- und Settlement-Systemen ist aktuell. Es sollte sichergestellt sein, dass dieser Diskussion nicht vorgegriffen wird.

4.13 Um die Fondsvermittlung insbesondere mit Blick auf kleine und mittelständische Unternehmen nicht ungerechtfertigten und zu hohen Anforderungen zu unterwerfen, sollte die Richtlinie keine Anwendung finden auf Firmen, die Aufträge für Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen lediglich entgegennehmen und weiterleiten, ohne dass sie Geld ihrer Kunden halten, und die deshalb zu keiner Zeit zu Schuldern dieser Kunden werden können.

Brüssel, den 18. Juni 2003

Der Präsident
des Europäischen Wirtschafts- und
Sozialausschusses

Roger BRIESCH

Der Generalsekretär
des Europäischen Wirtschafts- und
Sozialausschusses

Patrick VENTURINI