

## 2 Von der Finanzkrise zur Finanzmarktregulierung

Die Finanzkrise von 2008, die sich im weiteren Verlauf zu einer Weltwirtschaftskrise entwickelte und an die sich in der Eurozone eine Staatsschuldenkrise anschloss, war die schwerste seit dem großen Crash von 1929. Warnsignale, wie unethische Kreditvergabepraktiken und der daraus folgende dramatische Anstieg der Verschuldung privater Haushalte sowie das enorme Anwachsen der internationalen Finanzmärkte, insbesondere des Handels mit kaum regulierten Finanzderivaten, wurden entweder unterschätzt oder gänzlich ignoriert. Doch wie konnte es überhaupt zu der Finanzkrise von 2008 kommen?

Die Ursachen sind überaus komplex und vielfältig, weshalb nicht von *der einen Ursache* gesprochen werden kann. Als Gründe werden u.a. die „entfesselten Finanzmärkte“ und eine „unverantwortliche Politik der US-Notenbank“ ausgemacht<sup>1</sup>. Tatsächlich reagierte die Federal Reserve (*FED*) auf das Platzen der *New Economy Blase* im Jahr 2000 mit einer expansiven Geldpolitik, die letztlich den Nährboden für die Finanzkrise von 2008 bildete. Durch den niedrigen Leitzins sollte die Wirtschaft wieder angekurbelt werden, was auch gelang. Ein weiterer Effekt des niedrigen Zinsniveaus bestand darin, dass die Geschäftsbanken vermehrt Kredite an Privatpersonen ausgaben, die diese häufig dazu nutzten ein Eigenheim im Wege einer 100 prozentigen Fremdfinanzierung zu erwerben. Der Bank diente folglich einzig und allein die jeweilige Immobilie als Sicherheit. Durch die hohe Nachfrage stiegen in der Folge die Immobilienpreise. Auf Grund des gestiegenen Werts konnten die Immobilien als Sicherheit für weitere Kredite dienen, mit denen Konsum „auf Pump“ finanziert wurde. So lag die Verschuldung der privaten Haushalte in den USA im Jahr 2007 im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen bei 137 Prozent<sup>2</sup>.

Der Bankensektor hingegen entwickelte mit diesen Schulden neue Finanzinstrumente: Die Forderungen gegen die einzelnen Bankkunden wurden gebündelt und in Paketen zu sogenannten *forderungsbesicherten Wertpapieren* (*asset-backed securities*, *ABS*) verbrieft. Diese *asset-backed securities* wurden von den Banken in eigens dazu geschaffene *Structured Investment Vehi-*

---

<sup>1</sup> Mildner, Ursachen der Finanzkrise: Ein Blick in die USA, S. 1.

<sup>2</sup> Mildner, Ursachen der Finanzkrise: Ein Blick in die USA, S. 2.

les (SIV) ausgelagert, die im Ausland angesiedelt wurden<sup>3</sup>. Durch dieses Konstrukt mussten die Banken die riskanten Papiere nicht in ihrer Bilanz aufführen und konnten die Eigenkapitalrichtlinien Basel I und Basel II umgehen<sup>4</sup>. Die Zweckgesellschaften (SIV) veräußerten die forderungsbesicherten Wertpapiere an Banken, Hedgefonds und Versicherungen weltweit, insbesondere an europäische und asiatische Institute. Begünstigt wurde dies durch den Umstand, dass die Banken auf eigene Risikoanalysen weitgehend verzichteten und sich vielmehr auf die von den drei führenden Ratingagenturen<sup>5</sup> vergebenen Bestnoten für die neuen Finanzinstrumente verließen<sup>6</sup>.

Als die *FED* 2006 den Leitzins deutlich erhöhte, wirkte sich dies auf die Privatkredite mit flexiblen Zinssätzen aus. In der Folge konnten die privaten Schuldner ihre Kredite nicht mehr bedienen, was zu massenhaften Kreditausfällen führte. Die Immobilienblase platzte, da die Banken verstärkt die als Sicherheit dienenden Immobilien verwerteten und dadurch ein Überangebot auf dem Häusermarkt entstand. Die massenhaften Kreditausfälle hatten zudem zur Folge, dass die verbrieften Forderungen, also die *asset-backed securities*, wertlos geworden waren. Die Institute, welche diese Wertpapiere hielten, mussten Abschreibungen in Milliardenhöhe vornehmen und riesige Verluste verbuchen. Während für die beiden US-Hypothekenbanken *Fannie Mae* und *Freddie Mac* ein umfangreiches staatliches Rettungsprogramm gestartet wurde, mussten große US-amerikanische Investmentbanken, darunter *Lehman Brothers*, Insolvenz anmelden<sup>7</sup>. Auf Grund der starken Verflechtungen des Bankensektors sowie des Investments von ausländischen Banken in die angesprochenen forderungsbesicherten Wertpapiere erreichte die Krise, die vom US-Immobilienmarkt ausging, schnell eine internationale Dimension und weitete sich zu einer globalen Finanzkrise aus.

Im Nachhinein können sowohl ein Markt- als auch ein Regulierungsversagen konstatiert werden. Ersteres äußerte sich zum Beispiel durch ein rücksichtsloses Risikomanagement der Finanzindustrie und der Kreditvergabe an Personen mit zu geringem Einkommen (*subprime loans*)<sup>8</sup>. Letzteres betrifft vor allen

---

<sup>3</sup> Berens, Europa auf dem Weg in die Transferunion?, S. 21.

<sup>4</sup> Mildner, Ursachen der Finanzkrise: Ein Blick in die USA, S. 2.

<sup>5</sup> Diese sind Standard & Poor's, Moody's und Fitch.

<sup>6</sup> Berens, Europa auf dem Weg in die Transferunion?, S. 21.

<sup>7</sup> Mildner, Ursachen der Finanzkrise: Ein Blick in die USA, S. 4.

<sup>8</sup> Mildner, Ursachen der Finanzkrise: Ein Blick in die USA, S. 2.

Dingen die in den 1990er Jahren verfolgte Politik der (Finanzmarkt-) Deregulierung, das Unterschätzen der Preisblase am US-Immobilienmarkt sowie den festen Glauben an die Selbstheilungskräfte der Märkte<sup>9</sup>.

Eine Krise, gleich welcher Art, ist immer durch einen Vertrauensverlust gekennzeichnet. Ein anschauliches Beispiel ist jenes vom sogenannten *Bank Run*: Verlieren die Bankkunden das Vertrauen in ihr Institut, ziehen sie ihre Einlagen ab. *Winkler* verdeutlicht in seinem Beitrag<sup>10</sup>, welche *systemischen Risiken* dabei von Ansteckungseffekten ausgehen, wie sie insbesondere im Finanzsektor zu beobachten sind. Daher galten die unmittelbaren Maßnahmen, die von den Regierungen zur Bekämpfung der Finanzkrise ergriffen wurden, der Verhinderung dieser Ansteckungseffekte sowie der Wiederherstellung des Vertrauens in die Stabilität der Finanzmärkte. Zu diesem Zweck wurden Banken mit Milliardenbeträgen unterstützt oder sogar verstaatlicht.

Seit die Finanzkrise im Größten überstanden ist, wird verstärkt an der Regulierung der Kapitalmärkte gearbeitet, um nachhaltig das Vertrauen der Marktteilnehmer zu gewinnen. So wurde beispielsweise in den USA im Jahr 2010 der sogenannte „*Dodd-Frank Act*“ (*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) verabschiedet. Durch dieses Gesetz sollen u.a. die Stabilität und die Transparenz der Finanzmärkte sowie der Schutz der Bankkunden verbessert werden. Auch in der Europäischen Union kam es infolge der Finanzkrise zu umfassenden Reformbestrebungen. Die Erkenntnis, dass das Vertrauen in die Finanzmärkte nur wiederhergestellt werden kann, wenn es eine glaubwürdige und funktionierende Aufsicht und Kontrolle gibt, veranlasste die EU die *Banken- und Finanzmarktregulierung* voranzutreiben<sup>11</sup>. Auf institutioneller Ebene geschah dies mit der Gründung des *European System of Financial Supervision (ESFS)* zum 01.01.2011. Dieses Europäische Finanzaufsichtssystem besteht aus einer Makro- und einer Mikroaufsicht. Das *European Systemic Risk Board (ESRB)* soll dabei makroökonomische Entwicklungen verfolgen, um frühzeitig systemische Risiken erkennen und diese eindämmen zu können<sup>12</sup>. Daneben beaufsichtigen auf „Mikroebene“ drei europäische Behörden die Finanzmarktakteure. Diese sind die *Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA*; engl. für *European Banking Authority*) mit Sitz in London, die *Europäische*

---

<sup>9</sup> Berens, Europa auf dem Weg in die Transferunion?, S. 20.

<sup>10</sup> Winkler, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 198 (202 ff.).

<sup>11</sup> Becken, Wefers, Börsenzeitung Rendite vom 02.07.2014, Nr. 29, S. B20.

<sup>12</sup> Berens, Europa auf dem Weg in die Transferunion?, S. 93 f.

*Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA; engl. für European Securities and Markets Authority)* mit Sitz in Paris sowie die *Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA; engl. für European Insurance and Occupational Pensions Authority)* mit Sitz in Frankfurt am Main<sup>13</sup>.

Neben der Neuschaffung europäischer Institutionen äußern sich die Regulierungsbemühungen vor allem in zahlreichen Rechtsakten des europäischen Gesetzgebers. So wurden die *Basel III*-Vorgaben, auf die sich die *G20-Staaten*<sup>14</sup> verständigt haben und welche erhöhte Anforderungen an die Eigenkapitalbasis von Banken vorsehen, im Rahmen des „CRD IV/CRR- Pakets“<sup>15</sup> in europäisches Recht umgesetzt. Daneben wurde eine Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulationen verabschiedet<sup>16</sup>. Auch die Versicherungsbranche wird durch das noch zu vollendende *Solvency II*-Projekt einer weitergehenden Regulierung unterworfen. Ebenso gelten für Investmentfonds durch die Überarbeitung der *OGAW- Richtlinie (Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren)*<sup>17</sup> neue Regeln. Zudem ist nach der *PRIPS*-Verordnung<sup>18</sup> zukünftig jedem Privatanleger beim Kauf bestimmter Anlageprodukte ein vereinheitlichtes Kundeninformationsdokument (KID) auszuhändigen. Diese Aufzählung von Rechtsakten, die nur beispielhaft für die Projekte der Europäischen Union stehen, verdeutlicht, wie umfassend die Regulierung der Kapitalmärkte angegangen wird. Ein besonders zentrales und wichtiges Vorhaben stellt jedoch die Neufassung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente aus dem Jahr 2004 dar. Die *MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)*<sup>19</sup> wird in der Presse auch als „die Mutter der Europäischen Finanzmarktordnung“ bezeichnet<sup>20</sup>. Ziel der ab 2007 angewandten Vorschriften war es, die Harmonisierung des europäischen Finanzmarktes zu erreichen, den Wettbewerb zwischen den Finanzinstituten zu stärken sowie den Anlegerschutz zu verbessern. Die Entwicklungen an den Finanzmärkten und die Einsicht eklatanter bestehender Defizite im Zuge der Finanzkrise bewogen

---

<sup>13</sup> Walla, BKR 2012, 265 (266).

<sup>14</sup> Die G20 ist eine Gruppe der 19 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer sowie der Europäischen Union.

<sup>15</sup> Richtlinie 2013/36/EU und Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

<sup>16</sup> Richtlinie 2014/47/EU.

<sup>17</sup> Richtlinie 2009/65/EG.

<sup>18</sup> COM(2012) 352 final.

<sup>19</sup> Richtlinie 2004/39/EG, im Folgenden „MiFID I“ genannt.

<sup>20</sup> Rotter/Friessl, MiFID II: „Die Mutter der Europäischen Finanzmarktordnung“.

die EU-Kommission jedoch schon recht bald nach Inkrafttreten der MiFID I einen Entwurf für eine Neufassung der Richtlinie, folgerichtig *MiFID II*<sup>21</sup> genannt, auszuarbeiten.

Im Folgenden soll nun das Gesetzgebungsverfahren des Legislativpakets MiFID II / MiFIR skizziert werden. Anschließend wird der Anwendungsbereich der für den Anlegerschutz relevanten Vorschriften genauer dargestellt. In diesem Zusammenhang gilt es zudem wichtige Begriffe zu definieren und näher zu erläutern.

## 2.1 Gesetzgebungsverfahren MiFID II / MiFIR

Das Rechtssetzungsverfahren auf EU- Ebene, insbesondere im Finanzsektor, wurde als langwierig und zu ineffizient kritisiert<sup>22</sup>. Daher wurde im Jahr 2000 ein Ausschuss unter der Leitung von *Alexandre Lamfalussy* mit der Maßgabe eingesetzt, ein transparenteres und schnelleres Verfahren auszuarbeiten. Das Ergebnis war das *vierstufige* sogenannte *Lamfalussy-Verfahren*.

Auf der *ersten Ebene* des vierstufigen Prozesses geht es darum, den Rahmen für den jeweiligen Rechtsakt zu setzen. Hierfür arbeitet die EU- Kommission einen Vorschlag über eine Richtlinie oder eine Verordnung aus. Anschließend entscheiden das Europäische Parlament und der Rat im Wege des ordentlichen Gesetzgebungsverfahrens nach Art. 294 AEUV über die im Vorschlag enthaltenen politischen Grundsatzfragen<sup>23</sup>. Auf der *zweiten Ebene* wird die Richtlinie oder die Verordnung durch sogenannte Durchführungsrechtsakte nach Art. 290, 291 AEUV ergänzt und konkretisiert. Diese detaillierten delegierten Rechtsakte und technischen Standards werden von einer der drei europäischen Aufsichtsbehörden (EBA, ESMA oder EIOPA) erarbeitet und von der EU-Kommission verabschiedet bzw. angenommen<sup>24</sup>. Zusätzlich müssen diese Rechtsakte vom Europäischen Parlament und vom Rat gebilligt werden. Dies bedeutet folglich, dass die beiden genannten Organe die Annahme der Rechtsakte verweigern können<sup>25</sup>. Die *dritte Ebene* des europäischen Rechtssetzungsprozesses stellen Empfehlungen und Leitlinien dar, die ebenfalls von

---

<sup>21</sup> Richtlinie 2014/65/EU, im Folgenden „MiFID II“ genannt.

<sup>22</sup> Laimer, Perathoner, in: Hilpold, Steinmair, Neue europäische Finanzarchitektur, S. 147.

<sup>23</sup> Berens, Europa auf dem Weg in die Transferunion?, S. 112.

<sup>24</sup> Erwägungsgrund 156 MiFID II.

<sup>25</sup> Berens, Europa auf dem Weg in die Transferunion?, S. 112.

den europäischen Aufsichtsbehörden verfasst und erlassen werden. Sie sollen die unionsweit einheitliche Anwendung der entsprechenden Vorschriften gewährleisten<sup>26</sup>. Bei den Empfehlungen und Leitlinien handelt es sich um sogenanntes „soft law“. Das bedeutet, dass sich aus diesen Bestimmungen keine direkten rechtlichen Verpflichtungen für die Adressaten, nämlich die nationalen Aufsichtsbehörden sowie die Marktteilnehmer, ergeben. Nichtsdestotrotz kommt den Empfehlungen und Richtlinien in der Praxis eine große Bedeutung zu<sup>27</sup>. Auf *Ebene vier* erfolgt schließlich die Kontrolle, ob die Rechtsakte entsprechend umgesetzt wurden. Hier zeichnen wiederum die europäischen Aufsichtsbehörden, neben der EU-Kommission als Hüterin der Verträge, verantwortlich<sup>28</sup>.

Auch das *Legislativpaket MiFID II / MiFIR* hat das geschilderte Gesetzgebungsverfahren zu durchlaufen. Teil dieses Pakets ist zum einen die Richtlinie *MiFID II* und zum anderen die Verordnung *MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation)*<sup>29</sup>. Der wesentliche Unterschied zwischen diesen beiden Rechtsakten besteht darin, dass die MiFID II zu ihrer Wirksamkeit einer Umsetzung in das jeweilige nationale Recht der EU-Mitgliedstaaten bedarf, während die MiFIR ohne weitere Maßnahmen Wirkung entfaltet. Bereits im Dezember 2010 veröffentlichte die EU-Kommission ein Konsultationspapier, aus dem hervorging, dass es sich bei der Überarbeitung der Finanzmarktrichtlinie nicht nur um punktuelle Modifizierungen handeln würde, sondern vielmehr um ein umfassendes Vorhaben mit „signifikanten Neuregelungen“<sup>30</sup>. Am 20.10.2011 legte die EU-Kommission dann den ersten Entwurf der neuen Finanzmarktrichtlinie<sup>31</sup> und der dazugehörigen Verordnung<sup>32</sup> vor. Über einige Regelungen herrschte Uneinigkeit, weshalb das Europäische Parlament und der Europäische Rat jeweils eigene Entwürfe vorlegten. Am 14.01.2014 konnte schließlich im Rahmen der sogenannten *Trilog-Verhandlungen* zwischen Kommission, Parlament und Rat eine Einigung auf politischer Ebene über alle noch strittigen Punkte erzielt werden<sup>33</sup>. Es folgte die formelle Annahme der finalen Texte am 15.04.2014 durch das Parlament und am 13.05.2014 durch

---

<sup>26</sup> Laimer, Perathoner, in: Hilpold, Steinmair, Neue europäische Finanzarchitektur, S. 147.  
<sup>27</sup> Walla, BKR 2012, 265 (267).

<sup>28</sup> Laimer, Perathoner, in: Hilpold, Steinmair, Neue europäische Finanzarchitektur, S. 148.  
<sup>29</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

<sup>30</sup> Lange, Der Betrieb 2014, 1723 (1723).

<sup>31</sup> KOM(2011) 656.

<sup>32</sup> KOM(2011) 652.

<sup>33</sup> Lange, Der Betrieb 2014, 1723 (1723); Kurz, Der Betrieb 2014, 1182 (1182).

den Rat<sup>34</sup>. Die Veröffentlichung der Richtlinie 2014/65/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 im Amtsblatt der Europäischen Union erfolgte am 12.06.2014<sup>35</sup>. Zwanzig Tage nach Veröffentlichung, also am 2. Juli 2014, traten die genannten Rechtsakte in Kraft. An dieses Datum knüpfen diverse Fristen an. So müssen die Mitgliedstaaten die Richtlinie innerhalb von 24 Monaten in ihr jeweiliges nationales Recht umsetzen<sup>36</sup>. In Deutschland wird dies insbesondere zu Änderungen im Kreditwesengesetz (KWG) und im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) führen. Weitere sechs Monate später, d.h. ab dem 3. Januar 2017, werden diese Vorschriften sowie die Regelungen der MiFIR Geltung entfalten<sup>37</sup>.

Am 23. April 2014 hat die EU-Kommission ESMA mit dem Mandat beauftragt, Vorschläge für die *level 2- Maßnahmen* auszuarbeiten<sup>38</sup>. Bereits am 22. Mai 2014 konnte die Behörde diesbezüglich umfangreiche Dokumente, nämlich ein *Discussion Paper* sowie ein *Consultation Paper*, veröffentlichen<sup>39</sup>. Die Vorschläge der ESMA hinsichtlich des Anlegerschutzes sind im *Consultation Paper* zu finden. Bis zum 1. August 2014 waren „interessierte Parteien“, also beispielsweise Branchen- und Verbraucherschutzverbände, dazu aufgefordert ihre Einschätzung zu den genannten Vorschlägen abzugeben<sup>40</sup>. Bis Dezember 2014 wird die ESMA die eingegangenen Antworten auswerten und die finalen delegierten Rechtsakte ausformulieren. Diese werden in der Folge von der Kommission verabschiedet und benötigen das Einverständnis des Parlaments. Hier hat sich bereits ein Konflikt aufgetan, auf den an entsprechender Stelle eingegangen wird.

## 2.2 Begriffserklärungen und Anwendungsbereich

Nach Erwägungsgrund 4 MiFID II hat die Finanzkrise Schwächen in der Funktionsweise und bei der Transparenz der Finanzmärkte zutage treten lassen. Bestehende Defizite wurden insbesondere bei Finanzinstituten ausgemacht. So wird in Erwägungsgrund 5 der MiFID II das Fehlen institutsinterner Kontroll-

---

<sup>34</sup> Kurz, Der Betrieb 2014, 1182 (1182).

<sup>35</sup> ABI. L 173 vom 12.6.2014, S. 349 und S. 84.

<sup>36</sup> Art. 93 Abs. 1 Unterabs. 1 MiFID II.

<sup>37</sup> Art. 93 Abs. 1 Unterabs. 2 MiFID II; Art. 55 Abs. 2 MiFIR.

<sup>38</sup> ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR, S. 10.

<sup>39</sup> Beide Dokumente abrufbar unter: [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

<sup>40</sup> ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR, S. 2.

len als ein Faktor genannt, der zur Finanzkrise beigetragen hat. Daneben sind immer mehr Anleger auf den Finanzmärkten aktiv, denen ein immer komplexeres und umfangreicheres Spektrum an Dienstleistungen und Finanzinstrumenten angeboten wird<sup>41</sup>. Hierbei handelt es sich vermehrt um Produkte und Märkte, die keiner Regulierung unterliegen. Um diesen Entwicklungen sowie den durch die Finanzkrise aufgedeckten Defiziten entgegenwirken zu können, war eine Überarbeitung der Finanzmarktrichtlinie MiFID I notwendig<sup>42</sup>.

Wie umfassend die Überarbeitung der europäischen Finanzmarktregulierung angegangen wurde, wird deutlich, wenn man sich die verschiedenen Regelungsbereiche der MiFID II und der MiFIR vor Augen führt. Zentraler Bestandteil und einer der Schwerpunkte der Überarbeitung der MiFID I stellt der *Anlegerschutz* dar. Die Regelungen, die in dieser Arbeit einer genauen Analyse unterzogen werden, finden sich insbesondere in den Art. 24 ff. MiFID II und sollen ein „hohes Schutzniveau“ für die Anleger gewährleisten<sup>43</sup>. Umfassende *Überwachungs- und Eingriffsrechte* seitens der zuständigen Behörden enthalten die Art. 39 ff. MiFIR. Außerdem wird der *Marktstrukturrahmen* erweitert. Zukünftig wird es neben geregelten Märkten und multilateralen Handelssystemen (MTF) sogenannte organisierte Handelssysteme (OTF) geben. Durch diese zusätzliche Kategorie werden bestimmte Sachverhalte erstmals einer Regulierung unterworfen. Ferner werden weitergehende *Organisations- sowie Vor- und Nachhandelstransparenzpflichten* für Marktbetreiber und Wertpapierdienstleistungsunternehmen festgelegt. Weitere Regelungsgegenstände der neuen Richtlinie bilden Einschränkungen des *Hochfrequenzhandels* und der *Spekulation mit Nahrungsmitteln und Rohstoffen*.

Nach Art. 1 Abs. 1 MiFID II gelten die Regelungen der Richtlinie für Wertpapierfirmen, Marktbetreiber, Datenbereitstellungsdienste sowie für Drittlandfirmen, die entsprechende Dienstleistungen in der Europäischen Union anbieten möchten. Die Vorschriften zum Anlegerschutz richten sich nahezu ausschließlich an Wertpapierfirmen. Aus diesem Grund ist zunächst einmal klarzustellen, um was es sich bei einer *Wertpapierfirma* handelt und wann eine solche vorliegt. Eine Wertpapierfirma ist gemäß Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFID II „jede juristische Person, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tä-

---

<sup>41</sup> Erwägungsgrund 3 MiFID II.

<sup>42</sup> Grundmann, WM 2012, 1745 (1753).

<sup>43</sup> Erwägungsgrund 3 MiFID II.



*tigkeit gewerbsmäßig eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten ausübt*“. Das Tatbestandsmerkmal „[gewerbsmäßig] in ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit“ bedeutet, dass die Wertpapierdienstleistung bzw. die Anlagetätigkeit selbständig, nach außen erkennbar und dauerhaft mit Gewinnerzielungsabsicht ausgeführt werden muss. Erwägungsgrund 12 MiFID II verdeutlicht zusätzlich, dass keine Personen von der Richtlinie erfasst werden sollen, die andere berufliche Tätigkeiten ausüben. Eine abschließende Aufzählung der „Wertpapierdienstleistungen“ und „Anlagetätigkeiten“ enthält der Katalog in Anhang I Abschnitt A MiFID II. Demnach fallen hierunter u.a. die *Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden*, der *Handel für eigene Rechnung*, die *Portfolio-Verwaltung* sowie die *Anlageberatung*. Diese Wertpapierdienstleistungen bzw. Anlagetätigkeiten müssen sich auf die in Anhang A Abschnitt C MiFID II genannten Finanzinstrumente beziehen. Zu diesen gehören beispielsweise *übertragbare Wertpapiere*, *OGAW-konforme Investmentfonds* und *Derivate*.

Generell lässt sich sagen, dass der Anwendungsbereich der MiFID II, im Vergleich zu ihrer Vorgängerrichtlinie, deutlich ausgedehnt wurde<sup>44</sup>. So wurde im Zuge der Neufassung der Finanzmarktrichtlinie die *Streichung diverser Ausnahmetatbestände* bezüglich der Anwendung der Regelungen beschlossen. Dies wird mit der Stärkung des Anlegerschutzes begründet<sup>45</sup>. Zudem wird der Begriff des Finanzinstruments ausgeweitet. Neben den oben bereits genannten, werden erstmals *Emissionszertifikate* als Finanzinstrumente gelten und damit den Regelungen der MiFID II unterworfen werden<sup>46</sup>. Durch die strengeren Anforderungen soll betrügerischen Handelspraktiken vorgebeugt werden<sup>47</sup>. Nach Art. 1 Abs. 4 MiFID II sind die anlegerschützenden Vorschriften künftig ebenso auf den Verkauf und die Beratung in *strukturierten Einlagen* anzuwenden. Dabei handelt es sich um Einlagen, deren Zins von der Wertentwicklung eines oder mehrerer Indizes, Finanzinstrumente, Waren oder von Wechselkursen abhängt<sup>48</sup>. Art. 1 Abs. 4 MiFID II schließt damit eine Regelungslücke, da die strukturierten Einlagen, laut Erwägungsgrund 39 MiFID II, bisher unter keinen Rechtsakt der Europäischen Union fallen. Schließlich werden neue und

---

<sup>44</sup> Geier/Schmitt, WM 2013, 915 (915).

<sup>45</sup> Erwägungsgrund 42 MiFID II.

<sup>46</sup> Anhang I Abschnitt C Nr. 11 MiFID II.

<sup>47</sup> Geier/Schmitt, WM 2013, 915 (916).

<sup>48</sup> Geier/Schmitt, WM 2013, 915 (916).

weitergehende regulatorische Anforderungen an den Derivatehandel gestellt. Die folgende Grafik veranschaulicht den massiven Anstieg der außerbörslich gehandelten Finanzderivate kurz vor Ausbruch der Finanzkrise. Die dargestellte Entwicklung des Derivatehandels bestätigt die eingangs verwandte Metapher der „entfesselten Finanzmärkte“.

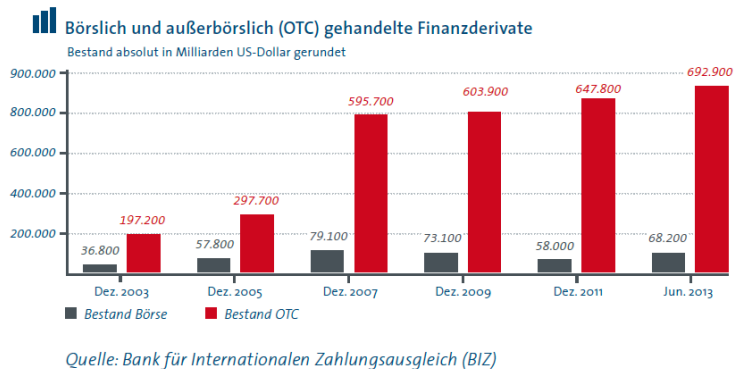


Abbildung 1: Börslich und außerbörslich (OTC) gehandelte Finanzderivate.<sup>49</sup>

Besonderes Merkmal der außerbörslich gehandelten Finanzderivate ist das Fehlen einer einheitlichen Struktur. Im Wege des *OTC-Handels (over the counter)* werden die Transaktionen zwischen den Marktteilnehmern direkt abgeschlossen. Dies hat eine geringe Markttransparenz zur Folge. Ferner ist eine Kontrolle durch die Aufsichtsbehörden nicht möglich. Der volkswirtschaftliche Nutzen des Derivatehandels mit einem Volumen von nahezu 600 Billionen US-Dollar im Jahr 2007, bei einem gleichzeitigen weltweiten BIP von „gerade einmal“ 56 Billionen US-Dollar, ist zudem mehr als fraglich<sup>50</sup>.

Die ursprüngliche Idee hinter den Derivatekontrakten war es, Unternehmen und Landwirten die Möglichkeit der Absicherung gegen gegebene Marktrisiken, wie beispielsweise Zinsrisiken oder Ernteausfall, zu verschaffen. Heutzutage jedoch, das zeigt schon das extreme Volumen, dienen die Kontrakte nicht

<sup>49</sup> Zitiert nach: <http://www.finanzmarktregulierung-umsetzen.de/thema/mifid-ii.html>.

<sup>50</sup> Berens, Europa auf dem Weg in die Transferunion?, S. 414.

Die neuen Regelungen der MiFID II zum Anlegerschutz  
Analyse und Vergleich zur bestehenden Rechtslage  
Pfisterer, P.

2016, XIII, 50 S. 1 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-11656-9