



## MiFID II/PRIIPs: Kunden entlasten – Kapitalmarkt stärken

### I. Zusammenfassung

Etwa 18 Monate nach Geltungsbeginn der MiFID II-Richtlinie<sup>1</sup> und der PRIIPs-Verordnung<sup>2</sup> ist festzustellen, dass auf allen Seiten Unzufriedenheit herrscht. Kreditinstitute, Versicherungen und Honorarberater ziehen sich aus einzelnen Geschäften zurück, die ökonomisch nicht mehr lohnenswert sind. Die Beratung in einzelnen Aktien ist stark zurückgegangen. Etliche Emittenten stellen notwendige Produktinformationen für Privatkunden nicht mehr zur Verfügung. Das hat zur Folge, dass sich die Vielfalt der Angebote für die Privatkunden am deutschen Markt reduziert und der Status Quo verschlechtert hat. Zudem werden die Neuregelungen von MiFID II im Bereich der Anlegerinformation und Transparenz von den Kunden vielfach nicht als Mehrwert, sondern als Störfaktor wahrgenommen. In der Konsequenz ziehen sich die Verbraucher vom Kapitalmarkt zurück und konzentrieren sich stattdessen auf unkomplizierte Anlageformen wie Tages- oder Festgeld.

Diese Auswirkungen widersprechen dem erklärten Ziel des europäischen Gesetzgebers, mit der Schaffung einer Kapitalmarktunion die Beteiligung von Privatanlegern am Kapitalmarkt zu stärken. Langfristig schaden die neuen Vorgaben zudem einer ausgewogenen Altersvorsorge, die neben staatlicher und betrieblicher Rente auch auf eine private Vorsorge mit Aktien und weiteren Wertpapieren setzt. Den sehr hohen Implementierungs- und Unterhaltskosten bei den Instituten steht damit kein adäquater Nutzen für die Kunden gegenüber. Zudem ist aus Sicht der Börse festzustellen, dass das weitestgehende Außerachtlassen der außereuropäischen Handelspraxis zu erheblichen Wettbewerbsnachteilen auf dem europäischen Kapitalmarkt führt. Darüber hinaus besteht hinsichtlich der Proportionalität und des Level Playing Fields Anpassungsbedarf.

Die fpmi regt daher an, die Erfahrungen der Finanzwirtschaft im Umgang mit MiFID II und PRIIPs im weiteren politischen Dialog zu berücksichtigen. Zudem will die fpmi mit nachfolgendem Positionspapier einen konkreten Beitrag zum anstehenden Review von MiFID II und PRIIPs leisten. Die zentralen Forderungen der fpmi lauten:

1. **Anlegerinformationspflichten stringent und einheitlich gestalten.** Redundante und zusätzliche nationale Informationspflichten sollten gestrichen werden. Zudem sollten Informationspflichten nach verschiedenen Anlegerklassen differenziert werden können. Die telefonische Beratung darf nicht regulatorisch benachteiligt werden. Der uneingeschränkte Zugang von Privatanlegern zu vielfältigen Anlagemöglichkeiten muss durch eine Einschränkung des Anwendungsbereichs der PRIIPs-VO sichergestellt werden.

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente.

<sup>2</sup> Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP).



2. **Wertpapieranlageberatung für alle Kundengruppen erhalten.** Die Investition in Wertpapiere sollte als wesentliches Element der privaten Altersvorsorge auch für Kleinanleger attraktiv bleiben.
3. **Der Aufklärungsgehalt der Performance-Szenarien gemäß der PRIIPs-Verordnung ist zu verbessern. Dazu sollte der vergangenheitsbasierte Performance-Ansatz überarbeitet werden.** Ein „Was wäre wenn-Ansatz“ auf Basis transparenter Annahmen würde der Warnfunktion besser gerecht werden.
4. **Zur Stärkung des europäischen Kapitalmarktes sollten außereuropäische Handelspraktiken berücksichtigt werden.** Dazu sollten bei der Ermittlung von Tick Sizes außereuropäische Handelsplätze einbezogen werden, fehlende LEI von Drittstaaten-Emittenten nicht zum Delisting der betroffenen Wertpapiere führen und das Transaktionsreporting durch diese Emittenten direkt an die nationalen Behörden ermöglicht werden. Vorschriften zur Regulierung des Hochfrequenzhandels sollten nur Handelsplätze adressieren, an denen Hochfrequenzhändler aktiv werden können (Proportionalität) und Systematische Internalisierer denselben Vorschriften unterworfen werden, die für regulierte Märkte gelten (Level Playing Field).

## II. Im Einzelnen

### 1. Verbraucherschutz stärken – Verbrauchernutzen erhöhen

Mit MiFID II und PRIIPS wurden neue Informations-, Dokumentations- und Prozessanforderungen in der Wertpapierberatung eingeführt. Die Vorgaben sollten den Schutz von Privatanlegern verbessern, indem sie die Transparenz erhöhen und den Beratungsprozess stärker standardisieren. In der Praxis zeigt sich allerdings, dass die europäischen Vorschriften den Verbrauchern kaum Mehrwert bringen. Deshalb setzt sich die fpmi für Nachbesserungen am Regelwerk ein.

#### a) Informationsflut für Privatanleger eindämmen

Die Informationsdichte im Wertpapiergeschäft hat durch MiFID II und PRIIPs stark zugenommen. Vor, während und nach einer Anlageberatung bzw. Order erhalten die Kunden zusätzlich Materialien, die von der Geeignetheitserklärung, der ex-ante Kosteninformation, dem Basisinformationsblatt bis hin zu einem quartalsweisen Bestandsreport und einem Verlustschwellenreport reichen. Aufgrund der zusätzlichen Informationspflichten hat der Zeitaufwand für Beratungsgespräche und Ordervorgänge deutlich zugenommen. Die zusätzlichen und teilweise redundanten Informationen versperrern zudem den Blick für das Wesentliche und führen zu einer informationellen Überflutung der Anleger („Information Overkill“). In einer Studie<sup>3</sup> der Ruhr-Universität Bochum berichten rund 62 % der befragten Kunden, dass sie sich von diesen zusätzlichen Informationen überfordert und verunsichert fühlen. MiFID II und PRIIPs verfehlen das erklärte Ziel des Gesetzgebers, eine informierte Anlageentscheidung zu unterstützen.

---

<sup>3</sup> Auswirkungsstudie MiFID II/MiFIR und PRIIPs-VO: Effektivität und Effizienz der Neuregelung vor dem Hintergrund des Anleger- und Verbraucherschutzes, Prof. Dr. Stefan Paul, Ruhr-Universität Bochum, Februar 2019, abrufbar unter [https://die-dk.de/media/files/DK\\_Auswirkungsstudie\\_Mifid\\_Mifir.pdf](https://die-dk.de/media/files/DK_Auswirkungsstudie_Mifid_Mifir.pdf).



Die fpmi setzt sich dafür ein, die Informationsflut im Wertpapiergeschäft zu reduzieren und die Anlegerinformationen auf das Wesentliche zu beschränken.

#### **Forderungen:**

- Die Informationspflichten müssen stringent und einheitlich gestaltet werden. Dazu sollten die unterschiedlichen Produktinformationsblätter in der Anlageberatung, wie das Basisinformationsblatt für verpackte Anlageprodukte (BiB bzw. Key Information Document KID) oder die wesentlichen Anlegerinformationen (wAI) für Fonds, soweit als möglich angeglichen werden. Das gilt beispielweise für die Angabe von Vermittlungskosten oder die Methoden zur Berechnung von Wertentwicklungsszenarien.
- Redundante Informationspflichten sollten entfallen. Der Bestandsreport, der quartalsweise über den Depotstand informiert, bietet den Verbrauchern keinen Mehrwert. Über ihr Onlinedepot oder ihren Bankberater können Kunden jederzeit einen tagesaktuellen Auszug ihres Depots erhalten. Bei wiederkehrenden Aufträgen für Produktgruppen mit nahezu identischer Kostenstruktur, wie Aktien oder einfache Anleihen, wäre es zudem sachgerecht, den Kunden die ex-ante Kosteninformation nur bei der erstmaligen Order zuzuleiten.
- Zusätzliche nationale Informationspflichten im Wertpapierbereich sind abzulehnen. Das Produktinformationsblatt für Aktien und Anleihen (PIB) ist eine deutsche Besonderheit, die das EU-Recht nicht vorsieht. Der EU-Gesetzgeber hat nach intensiver Diskussion entschieden, nur für verpackte Anlageprodukte eine Pflicht zur Erstellung von Basisinformationsblättern vorzusehen. Für einfache Produkte wie Aktien oder einfache Anleihen sollte das PIB entfallen und nationales Goldplating unterbleiben.
- Zusätzliche Informationsanforderungen, die den Kunden über die soziale und ökologische Nachhaltigkeit von Finanzprodukten und potentielle Nachhaltigkeitsrisiken aufklären sollen, sieht die fpmi auch angesichts der bestehenden Informationsflut äußerst kritisch.

#### b) Anleger differenziert behandeln

Im Hinblick auf die Informationspflichten differenzieren MiFID II und PRIIPs nicht im ausreichenden Maße zwischen verschiedenen Gruppen von Anlegern. Erfahrene Privatanleger, die häufig mit Wertpapieren handeln, werden mit Anlegern gleichgestellt, die erstmalig oder nur selten Transaktionen tätigen. Erfahrene Anleger sind aufgrund ihrer Kenntnisse und Erfahrungen aber weniger schutzbedürftig als unerfahrene Kleinanleger. Die Produkteigenschaften und die Kosten einer Order sind ihnen aufgrund ihrer zahlreichen Transaktionen bekannt. Zusätzliche Informationspflichten stellen für diese Anleger ein Hindernis dar. Denn kennzeichnend für diese Gruppe sind kurzfristige Ordererteilungen, z. B. um von Kurschwankungen zu profitieren. Eine wiederholte Zurverfügungstellung der ex-ante Kosteninformation oder des Basisinformationsblattes verzögert den Orderprozess maßgeblich und ist daher nicht im Interesse dieser erfahrenen Kundengruppe.

#### **Forderung:**

Die fpmi fordert eine Differenzierung der Informationspflichten nach verschiedenen Anlegerklassen. Erfahrene Privatanleger müssen auf die Erteilung der ex ante-Kosteninformation, des Basisinformationsblattes, des Zielmarktvergleichs und des Geeignetheitsprotokolls auf eigenen Wunsch hin verzichten können. In Anlehnung an die



Definition von „semiprofessionellen Anlegern“ des § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB könnten erfahrene Anleger beispielweise an dem Volumen der von ihnen getätigten Investitionen, ihrem Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnissen von unerfahrenen Anlegern abgegrenzt werden.

c) Entscheidungshoheit der Kunden wahren

Die durch MiFID II und PRIIPs angestoßene Vereinheitlichung schränkt die Entscheidungshoheit der Kunden ein. Das gilt insbesondere für die Wahl des Vertriebswegs. Die Aufzeichnungspflicht in der telefonischen Anlageberatung hat dazu geführt, dass viele Kunden keine Orders per Telefon mehr erteilen. Die Aufzeichnung ist ein tiefgehender Eingriff in die Privatsphäre, den 65 % der Kunden laut einer Studie<sup>4</sup> der Ruhr-Universität Bochum als „Störfaktor“ empfinden. Zudem gibt es bei telefonischen Orders einen Medienbruch, da die notwendigen Informationen per e-Postfach, E-Mail oder Brief übermittelt werden müssen.

Das führt in der Praxis zu deutlichen Verlängerungen der Orderprozesse oder sogar zu einem faktischen Abbruch der Order, wenn Kunden beispielweise keine elektronischen Kommunikationsmittel nutzen. In der Folge ziehen sich Kunden aus der telefonischen Beratung und Order zurück. Alleine im ersten Halbjahr nach Inkrafttreten von MiFID II sind die telefonischen Orders gegenüber den Vorjahreswert um 50 % eingebrochen. Weil die telefonisch getätigten Umsätze sinken und gleichzeitig die Infrastruktur für die Telefonaufzeichnung hohe Kosten verursacht, bieten zudem etliche Banken keine telefonischen Wertpapierorders mehr an.

Auch in der Auswahl der Anlageform werden die Kunden in ihrer Entscheidungshoheit beschnitten. So haben laut der Studie der Ruhr-Universität Bochum rund 63 % der befragten Institute mitgeteilt, dass die regulatorischen Vorgaben ihr Produkt- und Leistungsangebot für Anleihen und Renten einschränken. Als Folge von PRIIPs sind beispielweise ein Großteil der Unternehmensanleihen für Privatanleger in der EU nicht mehr zu erwerben, da der Emittent die aufwendige Erstellung eines Basisinformationsblattes scheut.<sup>5</sup> Zudem gibt es nach den Regelungen gemäß MiFID II keinen „Fast Market Process“, der es Privatanlegern ermöglicht, auf Informationen zu verzichten, um in volatilen Marktsituationen ohne Verzögerung Wertpapiere zu handeln.

Die fpmi orientiert sich an dem Leitbild eines mündigen Verbrauchers, der eigenverantwortlich Vertriebs- und Anlageformen wählen kann. Sie spricht sich gegen eine regulatorisch bedingte Einschränkung in der Entscheidungshoheit der Kunden aus.

**Forderungen:**

- Der telefonische Vertriebs- und Beratungsweg darf nicht regulatorisch benachteiligt werden. Auf die telefonische Aufzeichnung müssen Kunden auf eigenen Wunsch verzichten können. Diese Verzichtsmöglichkeit fordern rund 74 % der von der Ruhr-Universität befragten Kunden. Zudem sollten die Informationsmaterialien im Telefon-

---

<sup>4</sup> Siehe Seite 2, Fußnote 3.

<sup>5</sup> Siehe hierzu auch Börse Stuttgart, White Paper: „4/5 der Unternehmensanleihen für Privatanleger de facto nicht mehr handelbar“. Abrufbar unter <https://www.boerse-stuttgart.de/de-de/ueber-uns/pressemitteilungen/white-paper-handelbarkeit-anleihen>.



geschäft auf Kundenwunsch erst nachträglich zur Verfügung gestellt werden können. Eine entsprechende Regelung gibt es zwar für das Basisinformationsblatt, nicht aber für die ex-ante Kosteninformation.

- Privatanleger müssen weiterhin Zugang zu einem vielfältigen Angebot an Anlagemöglichkeiten haben. Dazu sollte der Anwendungsbereich der PRIIPS-Verordnung enger definiert werden. Produkte wie Unternehmensanleihen sollten nicht unter PRIIPs fallen.
- MIFID II benötigt einen „Fast Market Process“. Es gibt Marktentwicklungen, in denen Kunden ein berechtigtes Interesse an einer unmittelbaren Orderausführung haben. In diesen Fällen hat das Kundeninteresse Vorrang vor der förmlichen Erfüllung der Informationspflichten.

## 2. Wertpapieranlageberatung für alle Kundengruppen erhalten

Dem zweifelhaften Nutzen für Verbraucher steht ein hoher Aufwand der Banken entgegen. Die Studie<sup>6</sup> der Ruhr-Universität Bochum zeigt, dass die Implementierung von MiFID II und PRIIPs die Institute der Deutschen Kreditwirtschaft im Durchschnitt mit 3,7 Mio. EUR belastet hat (rund 200.000 – 900.000 EUR für kleine und mittlere Institute und rund 35 Mio. EUR für große Institute). Hinzu kommen laut der Studie die erheblichen laufenden Kosten für die Einhaltung der neuen Vorgaben. Diese betragen im Durchschnitt 508.000 EUR pro Jahr (rund 44.000 – 182.000 EUR für kleine und mittlere Institute und rund 4,2 Mio. EUR für große Institute).

Die Studie zeigt, dass die Institute ihre regulierungsbedingten Kosten i. d. R. nicht direkt an ihre Kunden weitergeben. Die Kosten erreichen die Kunden aber sehr wohl, da sie erhebliche Auswirkungen auf die Strategie und langfristige Ausrichtung der Institute haben.

- Rund die Hälfte der Institute gab an, intern „umdisponiert“ zu haben, um die hohen Kosten von MiFID II schultern zu können. So wurden etwa andere dringende und aus Kundensicht relevante Projekte – etwa im Bereich der Digitalisierung – verschoben.
- Für über die Hälfte der Institute gewinnt das beratungsfreie Geschäft aufgrund der dortigen geringeren Anforderungen zunehmend an Bedeutung.
- Zugleich werden für etwa 77 % aller Institute Private Banking-Kunden und für rund 65 % der Institute Unternehmenskunden immer attraktiver, weil in diesen Segmenten höhere Umsätze erzielt werden können als im Retail-Bereich.
- Etwa 31 % der Institute gab laut der Studie an, sich aus der Fläche zurückzuziehen. Damit einhergehend bieten rund 25 % der Institute die Wertpapierberatung nur noch in ausgewählten Filialen an. Diese Entwicklung hat zur Folge, dass gerade ältere, weniger mobile und weniger internetaffine Kunden von Wertpapiergeschäften abgeschnitten werden.

Angesichts der aufgezeigten Entwicklung ist es nachvollziehbar, dass rund 27 % der Kunden gemäß der Studie angaben, sich weniger stark auf die Kapitalmärkte zu konzentrieren und auf andere, wenn auch weniger renditestarke Anlageformen auszuweichen, wie Tagesgeld und Festgeld.

---

<sup>6</sup> Siehe Seite 2, Fußnote 3.



### **Forderungen:**

- Die Anlage in Wertpapieren als Element privater Altersvorsorge sollte für alle Bevölkerungsgruppen attraktiv bleiben – gerade in Zeiten anhaltender Niedrigzinsen. Dazu sind geeignete Produktangebote und in der Regel auch Anlageberatung erforderlich.
- Die provisionsgestützte Beratung muss als echte Alternative zur Honoraranlageberatung beibehalten werden. Eine regulatorische Bevorzugung der Honoraranlageberatung gegenüber der provisionsbasierten Beratung würde im Wesentlichen die Kleinanleger treffen, die sich ein Beratungshonorar für eine umfassende Anlageberatung nicht leisten können oder wollen. Sie werden auf Beratung weitgehend verzichten. Erfahrungen in England und in den Niederlanden, die die provisionsgestützte Beratung bereits abgeschafft haben, zeigen einen deutlichen Rückgang des Absatzes von Produkten, die zur Altersvorsorge genutzt werden können.<sup>7</sup> Dies wiederum führt in diesen Ländern zu einer spürbaren Unterversorgung der Bevölkerung mit Vorsorgeprodukten. Mittel- bis langfristig wirkt sich dies negativ auf die Altersabsicherung der Bevölkerung aus und damit auf die politische Stabilität eines Landes.

### **3. Aufklärungsgehalt von Performance-Angaben gem. PRIIPs verbessern**

Seit Januar 2018 müssen die Hersteller von verpackten Anlageprodukten nach der PRIIPs-Verordnung ein neues europäisches Basisinformationsblatt auflegen. Die Idee der standardisierten Produktinformation ist an sich zu begrüßen, weil es die Transparenz fördert. Allerdings bestehen gravierende handwerkliche Mängel in den europäischen Vorgaben, wodurch die Informationsblätter die Kunden eher verwirren als ihnen helfen. Die gesetzlichen Vorgaben müssen daher dringend und grundlegend überarbeitet werden.

Besondere Probleme bereiten insbesondere die Performance-Szenarien, die auf der Performance der Wertentwicklung der vergangenen 5 Jahre basieren. Aufgrund der anhaltend positiven Entwicklung der Kapitalmärkte fallen auch die ausgewiesenen Szenarien entsprechend gut aus. Freilich erlaubt die historische Verteilung der Renditen zudem keinen Schluss auf künftige Renditen oder Risiken. Dies ist aus Kunden- sowie aus Institutssicht nicht hinnehmbar und wird der notwendigen Warnfunktion nicht gerecht.

### **Forderungen:**

Anstelle der vergangenheitsbasierten Performance-Szenarien sollte ein „Was wäre wenn-Ansatz“ gewählt werden, bei dem die Wertentwicklung auf Basis bestimmter vorgegebener Annahmen dargestellt wird. Zudem sollte der Gesetzgeber für bestimmte Produktgruppen Aussagen treffen, ob diese im Anwendungsbereich von PRIIPs sind oder nicht. Die gesetzlich vorgeschriebenen Textbausteine müssen angepasst werden, sie passen nicht für alle Produkte.

---

<sup>7</sup> Financial Advice Market Review 2018; Financial Advice Market Review 2017; Financial Advice Market Review 2016. Siehe auch Provisionsverbot - What's up in Great Britain?, Kommentar von Michael A. Hillenbrand, 12.9.2016, Beitrag aus dem Versicherungsbote-Fachmagazin 01/2016, <https://www.versicherungsbote.de/id/4845366/Provisionsverbot-Whats-up-in-Great-Britain>.





#### 4. Europäischen Kapitalmarkt im internationalen Wettbewerb stärken

##### a) Die Welt außerhalb der EU berücksichtigen

MiFID II ist ein europäisches Binnenprojekt und blendet die Welt außerhalb der EU aus. Dies schwächt den europäischen Kapitalmarkt im globalen Wettbewerb, insbesondere nach einem Ausscheiden des Vereinigten Königreichs, und geht zu Lasten europäischer Anleger.

Die an den Börsen zulässige maximale Mindestpreisänderung („Tick Size“) wird für Aktien zentral durch die ESMA festgelegt. Neben einem Preisband sind hierfür Liquiditätsparameter innerhalb der EU zugrunde gelegt. Zur Bestimmung der Tick Size für Aktien von Emittenten außerhalb der EU (Non-EU Aktien) wird die Liquidität am jeweiligen Heimatmarkt ausgeblendet. Dies hat zur Folge, dass seit Inkrafttreten von MiFID II zahlreiche globale Blue Chips, insbesondere die Tech Giganten aus den USA, in der EU mit einem deutlich breiteren Spread und einer schlechteren Tick Size gehandelt werden als am Heimatmarkt, etwa New York. Gleiches gilt für Schweizer Aktien an der Züricher Börse. Zwar hat die ESMA<sup>8</sup> dieses Problem erkannt und durch eine Änderung auf Level 2 adressiert. Das Verfahren zur Ermittlung der richtigen Tick Size bleibt jedoch kompliziert und praxisfern. Die Preisqualität für Non-EU Aktien wird nicht das Niveau vor MiFID II erreichen. Dies geht zu Lasten heimischer privater und institutioneller Investoren. Es benachteiligt den europäischen Finanzmarkt, da die außereuropäische Ausführung entsprechender Wertpapierorders für den Investor günstiger sein kann.

Ferner ist das Erfordernis eines Legal Entity Identifiers (LEI) für Emittenten, deren Wertpapiere an europäischen Börsen gehandelt werden, im globalen Kontext nicht praktikabel. In weiten Teilen der Welt besteht offensichtlich keine rechtliche Notwendigkeit für Emittenten, einen LEI zu beantragen. An den europäischen Börsen sind mehrere tausend Wertpapiere außereuropäischer Emittenten (Non-EU Emittenten) handelbar, die über keinen LEI verfügen. Mangels rechtlicher Durchsetzbarkeit haben die Börsen keine Möglichkeit, solche Emittenten zur Beantragung eines LEIs zu veranlassen. Entsprechend kann für derartige Wertpapiere im Rahmen des Referenzdatenreportings kein LEI übermittelt werden. Nach dem Motto „Was nicht reportet werden kann, kann auch nicht gehandelt werden“ könnte dies im Extremfall zu einem massenhaften Zwangs-Delisting der betroffenen Wertpapiere führen. Dies würde nach Angaben der Banken mehrere hunderttausend Depots von Privatanlegern betreffen, die Positionen enthalten, die plötzlich innerhalb der EU nicht mehr handelbar sind. Das Anlageuniversum, insbesondere für private Anleger, wäre innerhalb der EU damit deutlich eingeschränkt. Aus Gründen der Vermögensallokation und privaten Altersvorsorge ist dies kritisch zu sehen.

Ferner erschwert MiFID II den Börsen die Zulassung von Handelsteilnehmern mit Sitz außerhalb der EU (Non-EU Teilnehmer). Die an europäischen Börsen von Non-EU Teilnehmern getätigten Transaktionen sind, anders als die Geschäfte von EU Teilnehmern, nicht von diesen, sondern von den Börsen im Rahmen des Transaktionsreporting an die nationale Aufsichtsbehörde, in Deutschland die BaFin, zu melden. Dies stößt in der Praxis auf erhebliche Probleme, da zahlreiche Angaben im Rahmen des Transaktionsreporting aus der Sphäre des Handelsteilnehmers stammen. Es ist nicht ersichtlich, warum Non-EU

---

<sup>8</sup> Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde mit Sitz in Paris.



Teilnehmer, die dem europäischen Markt und seinen Anlegern zusätzliche Liquidität bereitstellen, anders behandelt werden als EU Teilnehmer.

**Forderungen:**

- Die Liquiditätslage an den Heimatmärkten von Non-EU Aktien sollte bei der Ermittlung der Tick Size dergestalt berücksichtigt werden, dass der Wettbewerbsnachteil des europäischen Finanzmarkts und die Benachteiligung dessen privater und institutioneller Investoren aufgehoben wird.
- Fehlende LEI von Drittstaaten-Emittenten sollten zum Schutz der Investoren in keinem Fall zu einem Zwangs-Delisting der betroffenen Wertpapiere führen.
- Anstelle eines unzureichenden und komplizierten Reportings durch die Börsen sollte Non-EU Teilnehmern selbst das direkte Transaktionsreporting an die nationalen Aufsichtsbehörden ermöglicht werden.

b) Proportionalität stärken – Level Playing Field schaffen

Einige Vorschriften von MiFID II haben den Zweck, den durch den Hochfrequenzhandel (HFH) bedingten Gefahren zu begegnen. Dieser Gesetzeszweck ist angesichts der tatsächlichen Risiken und der hohen Handelsvolumina des HFH zu unterstützen. Jedoch sollte er – gemäß dem Proportionalitätsgedanken – konsequent nur auf solche Handelsplätze beschränkt werden, deren Marktmodell und Handelssystem einen HFH überhaupt ermöglichen und ein entsprechendes Risikoprofil aufweisen. Es ist unangemessen, wenn ein Handelsplatz technische, rechtliche und organisatorische Vorkehrungen im Hinblick auf einen etwaigen HFH treffen muss, ohne dass ein solcher an diesem Handelsplatz überhaupt möglich ist. Dies erzeugt Aufwand ohne Ertrag und verkompliziert den Handel unnötig.

MiFID II bevorzugt Systematische Internalisierer (SI) gegenüber den multilateralen Handelsplätzen. Nach wie vor sind die rein bilateralen SI weniger transparent als Börsen. Zugleich können sie sich Regelungslücken von MiFID II zunutze machen. So gelten die Tick Size Regelungen für sie weiterhin nur in eingeschränktem Umfang. Dies hat zur Folge, dass SI engere Spreads und vermeintlich bessere Preise bieten können. Als Folge hat sich der Marktanteil von SI seit Inkrafttreten von MiFID II deutlich erhöht. Für die ordnungsgemäße Funktionsweise des Kapitalmarkts und einen fairen Wettbewerb ist dagegen ein echtes Level Playing Field zwischen regulierten Märkten, MTF<sup>9</sup> und systematischen Internalisierern zu schaffen.

**Forderungen:**

- MiFID II-Vorschriften zur Regulierung des Hochfrequenzhandels sollten nur diejenigen Handelsplätze adressieren, an denen ein solcher tatsächlich möglich ist.
- Systematische Internalisierer sollten zum Schutz des Kapitalmarkts und zur Aufrechterhaltung eines fairen Wettbewerbs denselben Vorschriften unterworfen werden, die für regulierte Märkte gelten.

---

<sup>9</sup> Multilateral Trading System bzw. multilaterales System; ein börsenähnlicher Wertpapierhandelsplatz gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 19 MiFID II.





### c) Datenchaos vermeiden – weniger ist mehr

Die MiFIR<sup>10</sup> definiert umfangreiche Verpflichtungen der Handelsplätze zum Reporting von Referenz- und Transparenzdaten. Trotz erheblicher Aufwände aller Beteiligten bleibt die Qualität der ESMA-Datenbanken FIRDS<sup>11</sup> und FITRS<sup>12</sup> mangelhaft. Für eine nachhaltige Lösung mit einem echten aufsichtsrechtlichen Nutzen ist es erforderlich, dass die ESMA erhebliche Defizite im eigenen Datenbankmodell behebt, eine „Golden Source“ für Referenzdaten veröffentlicht und nicht praktikable Prozessabläufe für das Reporting anpasst.

Zum Umfang der Datenlieferung kann exemplarisch das Reporting von Referenzdaten herangezogen werden, im Rahmen dessen die größten Datenmengen erzeugt werden. Der tatsächliche Zusatznutzen sämtlicher Referenzdaten für die Aufsichtsbehörden ist dagegen fraglich. Die Handelsplätze haben für jedes einzelne gehandelte Finanzinstrument täglich bis zu 48 Datenfeldern zu melden. Allein an der Börse München sind davon rund 240.000 Finanzinstrumente betroffen. Von diesen 48 Datenfeldern haben allerdings lediglich sechs Felder einen direkten Bezug zum Handelsplatz. Alle anderen Felder beinhalten Daten, die außerhalb der Sphäre der Handelsplätze entstehen und aus zum Teil unterschiedlichen Drittquellen bezogen werden müssen. Keine dieser Drittquellen innerhalb der EU hat jedoch den Charakter einer Golden Source. Daraus resultierende Divergenzen in der ESMA-eigenen Referenzdatenbank FIRDS generieren tagtäglich Fehlermeldungen bei allen betroffenen Handelsplätzen.

#### **Forderung:**

Zur Vermeidung eines Datenchaos ist eine Fokussierung der Meldeverpflichtung für Handelsplätze auf Referenzdaten mit direktem Bezug zum Handelsplatz und die Anbindung einer Golden Source für allgemeine Referenzdaten erforderlich.

#### **Über die Finanzplatz München Initiative:**

Bayern mit seinem Zentrum München ist einer der bedeutendsten Finanzplätze Europas, der größte Versicherungsplatz Deutschlands, der zweitgrößte deutsche Bankenstandort und führend für Private Equity, Venture Capital, Leasing sowie Asset Management. In der Finanzplatz München Initiative haben sich alle wichtigen Unternehmen, Verbände, Institutionen sowie wissenschaftliche und staatliche Einrichtungen aus der Finanzbranche zusammengeschlossen, um mit einer Stimme zu sprechen. Gegründet 2000 unter maßgeblichem Engagement des bayerischen Wirtschaftsministeriums zählt die Initiative heute fünfzig Mitglieder und damit mehr als jede andere Finanzplatzinitiative in Deutschland.

Finanzplatz München Initiative, c/o Bayerische Börse AG, Karolinenplatz 6, 80333 München

E-Mail: [kontakt@fpmi.de](mailto:kontakt@fpmi.de)

Website: [www.fpmi.de](http://www.fpmi.de)

---

<sup>10</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente.

<sup>11</sup> Das Financial Instruments Reference Database System beinhaltet Informationen zu Finanzinstrumenten.

<sup>12</sup> Das Financial Instruments Transparency System listet Informationen zu den Transparenzanforderungen gemäß MiFID II/MiFIR.