

**Stellungnahme der  
Gruppe Deutsche Börse**

Zu der Konsultation des Bundesministeriums der Finanzen zu  
Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf  
die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die  
EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

15 März 2019

## I Einleitende Bemerkung und Zusammenfassung der wesentlichen Positionen

Die Gruppe Deutsche Börse (DBG) bedankt sich für die Gelegenheit zur Stellungnahme zu der Konsultation des Bundesfinanzministeriums zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf MiFID II/MiFIR. Wir begrüßen dieses Vorhaben ausdrücklich und möchten gerne unsere Erfahrungen zur Verfügung stellen, um auf Entwicklungen und grundlegende Veränderungen im Markt hinweisen.

Insgesamt beurteilen wir die MiFID II positiv. Die Ziele, die der Gesetzgeber damit erreichen wollte, sind aus unserer Sicht die Richtigen: Transparenz, Stabilität, Effizienz und Anlegerschutz. Wo aus unserer Sicht Nachbesserungsbedarf hinsichtlich der vom Gesetzgeber vorgegebenen Umsetzung besteht oder die Regeln unerwünschte Nebeneffekte hervorgebracht haben, weisen wir in unserer Stellungnahme detailliert darauf hin.

Wichtig ist uns in diesem Zusammenhang auch der Hinweis, dass es aus unserer Sicht nicht lediglich um Nachbesserungen und Reparaturen geht; vielmehr beinhaltet die Überarbeitung der MiFID II/MiFIR auch die Chance, wichtige Weichen für die Zukunft des europäischen Finanzmarktes zu stellen. Die MiFID II/MiFIR hat entscheidend dazu beigetragen, die richtigen Lehren aus der Finanzkrise und den technologischen Entwicklungen der vergangenen Jahre zu ziehen, und hat einen stabileren, transparenteren und effizienteren europäischen Finanzmarkt geschaffen. Die neuen Regeln haben damit eine gute Ausgangsbasis begründet, die globale Wettbewerbsfähigkeit und Eigenständigkeit des europäischen Finanzmarktes und der Europäischen Union insgesamt – auch ohne das Vereinigte Königreich – weiterzuentwickeln.

Vor diesem Hintergrund sind die aus unserer Sicht wesentlichen Aspekte für die Überarbeitung der MiFID II/MiFIR die folgenden:

- Seit ihrer Einführung hat sich der politische und regulatorische Kontext der Access-Bestimmungen (Art. 35 und 36 MiFIR) grundlegend geändert. Das zentrale Clearing von Derivatekontrakten ist in das Zentrum der globalen Stabilitätsordnung gerückt. CCPs und Handelsplätzen wurden somit für das Risikomanagement und die Organisation stabiler und effizienter Handelsinfrastrukturen unverzichtbar und tragen wesentlich zur Verbesserung der Sicherheit und Stabilität bei – sowohl in der EU als auch weltweit. **Die anstehende Überprüfung der Regeln bietet Gelegenheit, börsengehandelte Derivate (exchange traded derivatives, ETDs) dauerhaft aus dem Anwendungsbereich der Access-Regeln zu löschen und damit die Stabilitätsagenda der vergangenen Jahre zu vollenden, die das Fundament der Infrastruktur des künftigen EU-Finanzmarktes darstellt.**
- Für den Marktzugang von Firmen aus Drittstaaten sollten Regelungen gefunden werden, die zugleich die Stabilität und die Wettbewerbsfähigkeit sicherstellen. Mitgliedstaatlichen Entscheidungen kommt hierbei weiterhin eine wichtige Bedeutung zu. **Wir sind der Auffassung, dass gezielte Anpassungen der Regelungen in Deutschland erforderlich sind,**

**um der Bedeutung des Finanzstandorts Deutschland Rechnung zu tragen.**

- Verfügbarkeit von zuverlässigen und korrekten Marktdaten sind für ein effizientes Funktionieren von Märkten von zentraler Bedeutung und tragen zu den übergeordneten Zielen der regulatorischen Agenda, Stabilität, Transparenz und Anlegerschutz zu stärken, bei. **Wir sind der Auffassung, dass die von den Börsen aufgerufenen Marktdatenpreise grundsätzlich angemessen sind.** Eine verschärfte Preisregulierung für Börsendaten halten wir für nicht gerechtfertigt und könnte nicht-intendierte negative Nebeneffekte für das ordnungsgemäße und effiziente Funktionieren des Marktes, Transparenz und Anlegerschutz auslösen, welche es zu vermeiden gilt.
- **Wir sind der Auffassung, dass im Bereich der Aggregation von Handelsdaten eine wettbewerbliche Lösung im Vordergrund stehen sollte.** Die Regeln für Anbieter konsolidierter Datenticker in Art. 65 MiFID II (Consolidated Tape Provider) sollten ersatzlos gestrichen werden. Sollte eine Streichung von Art. 65 MiFID II nicht erfolgen, sollte die Anwendung auf ein Mindestmaß reduziert bleiben und ausschließlich für Nachhandels-transparenzdaten gelten.
- **Der Anwendungsbereich der Handlungspflicht für Aktien ist nach unserer Auffassung derzeit nicht ausreichend klar abgegrenzt.** Wir schlagen daher eine Änderung von Artikel 23 Absatz 3 MiFIR dahingehend vor, dass ESMA zusätzlich die Aufgabe erhält, quantitative Schwellenwerten für die zur Festlegung der Handelsplatzpflicht vorgesehenen Kriterien ‚systematisch, ad hoc, unregelmäßig und selten‘ festzulegen.
- **Wir halten – neben weiteren regulatorischen Maßnahmen – insbesondere die Einführung einer Pflicht für Wertpapierfirmen, Geschäfte in Exchange-traded funds (ETFs) an einem transparenten und regulierten Handelsplatz auszuführen, für zielführend.** Die damit verbundene Erhöhung der Transparenz ermöglicht Investoren informierte Anlageentscheidungen, erleichtert ihnen den Zugang zum Kapitalmarkt, verbessert die Preisfindung und wirkt einer Marktfragmentierung entgegen. Im Ergebnis erhöhen sich damit Anlegerschutz und Effizienz im ETF-Handel.
- Im Aktienmarkt hat die MiFID II den Wettbewerb zwischen Ausführungsplätzen weiter befördert. Die Zahl an Handelsplätzen und systematischen Internalisierern hat signifikant zugenommen; Markteintrittsbarrieren sind sehr gering; Anlegern steht eine Fülle an Ausführungsplätzen und –arten zur Verfügung. **Wir halten es für wichtig, dabei den Zielkonflikt zwischen Wettbewerb und der damit einhergehenden Fragmentierung und dem ordnungsgemäßen Funktionieren des Marktes insgesamt genauer in den Blick zu nehmen, als dies bislang geschehen ist.**
- **Wir halten die Regelung des Art. 26 Absatz 5 MiFIR für grundsätzlich überarbeitungsbedürftig und regen an, eine direkte Anwendung der Meldepflicht auf alle Drittlandfirmen und Akteure, die nicht der MiFIR unterliegen, zu prüfen.** Dieser Vorschlag würde nach unserer Auffassung die Meldepflichten für Drittlandfirmen vereinheitlichen, die Meldewege signifikant vereinfachen, und für gleiche Rahmenbedingungen für alle inner-

halb der EU tätigen (Wertpapier-)firmen sorgen. Zugleich wäre der Vorschlag geeignet, dem gesetzlichen Regelungszweck gerecht zu werden, den Aufsichtsbehörden alle zur Durchführung ihrer aufsichtlichen Pflichten erforderlichen Daten zur Verfügung zu stellen. Des Weiteren regen wir an, auf Personendaten wie Personalausweisnummer aus dem Drittland zu verzichten, insofern die Weitergabe solcher Datenfelder gegen eine Datenschutzverordnung im Drittland verstoßen würde.

- Der EU-Gesetzgeber hat mit MiFiD II/MiFIR ein äußerst umfangreiches und komplexes System für die Meldung von Vor- und Nachhandelsdaten sowie Referenzdaten etabliert, die die Voraussetzung für wesentliche Vorschriften im Bereich der Liquiditätsfeststellung, der Transparenzregeln oder der Zuständigkeit der zuständigen Aufsichtsbehörden sind. **Allerdings entsprechen Datenqualität und Prozessabläufe auch mehr als ein Jahr nach Einführung der neuen ESMA-Datenbanken nicht den Erfordernissen an eine effiziente Dateninfrastruktur. Um das System dauerhaft zu verbessern, halten wir weitere Maßnahmen an verschiedenen Stellen für dringend erforderlich.** Wir regen daher an, den Grundsatz zur Bereitstellung von Referenzdaten nur durch Handelsplätze und systematische Internalisierer gemäß Art. 27 Absatz 1 MiFIR zu erweitern, um eine zentrale Bereitstellung von systemkritischen Referenzdaten durch ESMA zu ermöglichen und die Datenqualität in FITRS und FIRDS zu erhöhen.
- **Wir halten angesichts der Erfahrungen mit dem neuen Regulierungsrahmen für Warentermingeschäfte (commodity derivatives) gezielte Anpassungen in den Bereichen Positionslimits und-management, Absicherungsgeschäfte, Nebentätigkeitsausnahme und Vorhandelstransparenz für sinnvoll,** um den Besonderheiten dieses Marktes Rechnung zu tragen und das übergeordnete Ziele der Erhöhung der Transparenz und des Handels in einem regulierten Umfeld zu unterstützen.
- Ein zentrales Ziel der MiFID II ist die Stärkung des regulatorischen Rahmens, um die Transparenz zu erhöhen, Anleger besser zu schützen und das Vertrauen in die Finanzmärkte nach der Finanzkrise wiederherzustellen. Damit ist auch die Hoffnung verbunden, wieder mehr Privatanleger von einem Engagement im Kapitalmarkt zu überzeugen. Dieses Ziel ist leider verfehlt worden. **Verschiedene Regelwerke, darunter auch MiFID II und die neue Prospektverordnung, führen indirekt dazu, dass Privatanleger und Vermögensverwalter von Produktgruppen ausgeschlossen werden.** Zusätzlich ist eine Vermengung von börsengehandelten Derivaten und CFDs, im Rahmen der Produktintervention unglücklich, wenn Privatanleger nicht auf einem regulierten Markt mit transparenten Regeln handeln können, um ihren Investitions- und Absicherungsbedarf zu decken.

Wir hoffen, mit unseren Kommentaren hilfreiche Anregungen für die Überarbeitung der MiFID II/MiFIR geben zu können und stehen für weiterführende und vertiefende Erläuterungen gerne zur Verfügung.

## II Anpassungsbedarf aus Sicht der Gruppe Deutsche Börse

### A. Marktstruktur

#### **1. Diskriminierungsfreier Zugang zum Handel und Clearing für Finanzinstrumente (Art. 35 bis 38 MiFIR)**

##### a. DBG Position zu Access-Regelungen für börsengehandelte Derivate

Seit ihrer Einführung hat sich der politische und regulatorische Kontext der Access-Bestimmungen grundlegend geändert. Das zentrale Clearing von Derivatekontrakten ist in das Zentrum der globalen Stabilitätsordnung gerückt. CCPs und Handelsplätzen wurden somit für das Risikomanagement und die Organisation stabiler und effizienter Handelsinfrastrukturen unverzichtbar und tragen wesentlich zur Verbesserung der Sicherheit und Stabilität bei – sowohl in der EU als auch weltweit. Die anstehende Überprüfung der Regeln bietet Gelegenheit, börsengehandelte Derivate (exchange-traded derivatives, ETD) dauerhaft aus dem Anwendungsbereich der Access-Regeln zu löschen und damit die Stabilitätsagenda der vergangenen Jahre zu vollenden, die das Fundament der Infrastruktur des künftigen EU-Finanzmarktes darstellt.

#### Begründung

Der Gesetzgeber hat in Art. 35 und 36 MiFIR Regeln für den diskriminierungsfreien Zugang zu Handelsplätzen und CCPs eingeführt. Besondere Aufmerksamkeit galt dabei der Frage, ob die Anwendung der Regeln auf börsengehandelte Derivate zu Risiken für die Finanzstabilität und das ordnungsgemäße Funktionieren des Marktes führen kann. Auf Grundlage einer Risikoanalyse von ESRB und ESMA sollte die EU Kommission eine Entscheidung treffen, ob börsengehandelte Derivate für eine Übergangsfrist von den Regelungen ausgenommen sein sollten. Der Bericht der EU Kommission aus dem Jahr 2017 kommt zu dem Ergebnis, dass kein Grund für eine Nicht-Einbeziehung von börsengehandelten Derivaten ersichtlich ist. Allerdings wird der Bericht der im Prüfauftrag vorgegebenen Verpflichtung auf die Wahrung der systemischen Stabilität nicht gerecht und ignoriert die Implikationen des Austritts des Vereinigten Königreichs auf die Stabilitätsarchitektur in der Europäischen Union.

**Seit ihrer Einführung hat sich der politische und regulatorische Kontext der Access-Bestimmungen grundlegend geändert. Das zentrale Clearing von Derivatekontrakten ist in das Zentrum der globalen Stabilitätsordnung gerückt.** Die Kommission hat gemeinsam mit dem Europäischen Parlament und den Mitgliedstaaten eine Reihe von Gesetzen (EMIR 2.1 und 2.2; Sanierung und Abwicklung von CCPs; Änderung der ECB Statuten; ESA Review; FSB Reports on CCP Interdependencies) auf den Weg gebracht, die zusammen die Stabilität

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

und Widerstandsfähigkeit von Finanzmarktinfrastrukturen erhöhen und das reibungslose Funktionieren des Handels- und Clearing-Ökosystems sicherstellen sollen. **CCPs und Handelsplätzen wurden somit für das Risikomanagement und die Organisation stabiler und effizienter Handelsinfrastrukturen unverzichtbar und tragen wesentlich zur Verbesserung der Sicherheit und Stabilität bei – sowohl in der EU als auch weltweit. Die anstehende Überprüfung der Regeln bietet Gelegenheit, ETDs dauerhaft aus dem Anwendungsbereich der Access-Regeln zu löschen und damit die Stabilitätsagenda der vergangenen Jahre zu vollenden, die das Fundament der Infrastruktur des künftigen EU-Finanzmarktes darstellt.**

Die bestehenden Strukturen haben während der Marktturbulenzen nach der Abstimmung in UK über den Verbleib in der EU bewiesen, dass sie auch extremen Belastungen standhalten und das Funktionieren des Marktes sicherstellen können. Die Börsen öffneten regulär und konnten mit gestiegenen Unsicherheiten und erhöhter Volatilität umgehen; die Clearinghäuser arbeiteten reibungslos und halfen den Marktteilnehmern, ihre Risiken wirksam zu kontrollieren und zu mindern; die Regulierungsbehörden waren in der Lage, ihre Aufsichtsfunktionen zur Sicherstellung gut funktionierender Märkte zu erfüllen. Wir sind daher der Ansicht, dass diese Entwicklungen ein klares Mandat beinhalten, die MiFIR-Bestimmungen über den Zugang zu CCPs und Handelsplätzen von Grund auf zu überdenken.

**Die Open Access-Regelungen würden diese gut funktionierende und für die Effizienz und Stabilität des Finanzmarktes unverzichtbare Infrastruktur gefährden, da sie zu einer Fragmentierung des EU-Derivatemarktes führen, eine effiziente Preisbildung erschweren und die Aufsicht über systemische Risiken beeinträchtigen können, wie wir in den folgenden Abschnitten genauer erläutern.**

Art. 36 MiFIR hat das Recht für CCPs eingeführt, Zugang zu Handelsplätzen im ETD-Bereich zu beantragen. Risiken, die sich daraus ergeben, werden durch Ermessensspielräume der für die CCP und den Handelsplatz zuständigen Aufsichtsbehörden adressiert, um die Zugangsanträge aufgrund von Bedenken hinsichtlich systemischer Risiken abzulehnen (Art. 36 Absatz 4 MiFIR) sowie die entsprechende Definition der Liquiditätsfragmentierung (Art. 2 Absatz 45 MiFIR). Unter der Annahme, dass jede Zugangsanfrage eines CCPs zu einem Handelsplatz immer und zwangsläufig zu einer Liquiditätsfragmentierung führt, muss jede Anfrage - entsprechend der Absicht des Gesetzgebers - abgelehnt werden, um "das reibungslose und ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte nicht zu gefährden". Diese Konstruktion macht das gesamte System unbrauchbar.

Darüber hinaus würden Anträge auf Zugang zu einem CCP (Art. 35 MiFIR) es Börsen unmöglich machen, ihren Verpflichtungen aus der MiFID II nachzukommen. Sie sind verpflichtet, über Regeln zu verfügen, die "einen fairen und ordnungsgemäßen Handel ermöglichen"

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

(Artikel 47 Absatz 1 Buchstabe d) MiFID II). Ein Handelsplatz muss über die Entwicklung des "Open Interest" im Bilde sein, das ein intrinsisches Element eines bestimmten Vertrags und eine zentrale Determinante der Liquidität und der Risikotransferfähigkeit eines Vertrags ist. Daher ist das Open Interest untrennbar mit dem Mandat und den Kontrollen des regulierten Marktes verbunden, um die Integrität seiner ETD-Verträge zu gewährleisten. Folglich wird der Open Interest als Summe der einzelnen Teilnehmerpositionen des Vertrages eines Regulierten Marktes effektiv vom Regulierten Markt "treuhänderisch" gehalten. Die Kontrolle über die Verteilung des Open Interest auf mehrere Handelsplätze würde zu Lasten der Integrität und des Funktionierens der Märkte gehen. Angesichts der Relevanz von ETD-Benchmarks als Preisermittlungs- und Absicherungsmarkt für verwandte Finanzmärkte wie OTC-Derivate, Anleihen und Aktien wäre dies eine Quelle für ein systemisches Risiko.

Zudem ergeben sich in horizontal integrierten CCPs Konzentrationsrisiken. Die EU Kommission behandelt in ihrem Bericht zwar die „Konzentration des Handels und der Clearingaktivitäten in vertikal integrierten Gruppen“, ignoriert aber das wahrscheinlichere Szenario der Konzentration der Clearingaktivitäten in horizontal integrierten CCPs, die in einem Multi-Venue-Umfeld mit fragmentierter Liquidität operieren. In einem solchen Szenario würde dem CCP, der OTC- und ETD-Clearingaktivitäten verschiedener Handelsplätze konzentriert, der sofortige Zugang zur konsolidierten Liquidität von ETD-Benchmarks auf einer einzigen Plattform fehlen. Stattdessen müsste sich die CCP auf verschiedenen Handelsplätzen „umsehen“, um Liquidität und Gegenparteien zu finden, die offene OTC-Positionen absichern und ETD-Positionen eines ausgefallenen Clearingteilnehmers schließen. Fragmentierte Märkte mit Aktivitäten von Marktteilnehmern, die über verschiedene Handelsplätze, mit unterschiedlichen Kontroll- und Sicherheitsmaßnahmen, verteilt sind, machen damit den Default Management Prozess komplexer, zeitintensiver und riskanter.

Der europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB) hat bereits in seinem Bericht 2016 sowie in einer aktuellen Untersuchung im Februar 2019<sup>1</sup> auf die Risiken hingewiesen, die aus Interoperabilitätsvereinbarungen zwischen CCPs entstehen können. Dazu zählen Ansteckungseffekte aus wechselseitigen Exposures sowie rechtliche, finanzielle und operationelle Risiken.

**Wir stellen zudem grundsätzlich die Notwendigkeit eines Rechts auf diskriminierungsfreien Zugang im Derivatebereich in Frage.** Die einzige bisher bestehende Interoperabilitätsvereinbarung bezüglich ETDs in Europa, die 2009 für norwegische Aktienderivate zwischen der Oslo Børs (bzw. dem CCP SIX x-clear als Clearinganbieter für Oslo Børs) und dem Londoner

---

1

[https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report190131\\_CCP\\_interoperability\\_arrangements~99908a78e7.en.pdf?2c92d1e3f430f7311a4a955e845ca575](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report190131_CCP_interoperability_arrangements~99908a78e7.en.pdf?2c92d1e3f430f7311a4a955e845ca575)

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Clearinghaus LCH eingerichtet wurde, wird im Juni 2019 beendet. Dies zeigt, dass sich die erwarteten Effizienzgewinne und Kapitaleinsparungen nicht eingestellt haben, auch weil sechs von sieben Market Makern für norwegische Aktienderivate bereits an die Oslo Børs angebunden sind und der eingerichtete Link damit langfristig wenig Mehrwert bot. Dazu kommen Bedenken über die rechtliche Durchsetzbarkeit von Maßnahmen im Rahmen des Ausfallmanagementprozesses nach einem Austritt von UK aus der EU. Wenn sich der ökonomische Mehrwert schon im Rahmen freiwilliger Kooperationsvereinbarungen nicht realisieren lässt, scheint die Schaffung einer Rechtsgrundlage hierfür nicht nachvollziehbar – insbesondere angesichts der damit einhergehenden systemischen Risiken.

**Diesen Aspekt gilt es vor allem auch im Zusammenhang mit Anfragen aus Drittstaaten zu berücksichtigen.** Selbst wenn die CCPs Vorbereitungen getroffen haben, um den Erfordernissen ihres Ausfallmanagementprozesses gerecht zu werden, könnte die konkrete Anwendbarkeit der Regeln erschwert oder gar ausgeschlossen sein, wenn der Zugang zu Ausführungsplätzen in Drittländern verloren geht und somit die Liquidation von Positionen nach dem Ausfall eines Clearing Members schwer beeinträchtigt werden kann. Darüber hinaus kann die wirksame Durchsetzung von Aufsichtsmaßnahmen nicht gewährleistet werden. Diese Unsicherheiten sind in den Zugangsbestimmungen nicht angemessen berücksichtigt worden.

Wie der Brexit zeigt, sind dies Fragen, die für die Wahrung der Stabilität einzelner CCPs wie des gesamten Finanzsystems von grundlegender Bedeutung sind. Alle CCPs haben rechtzeitig eine zeitlich befristete Freistellung von den Zugangsbestimmungen für ETDs beantragt. Gleiches gilt auch für alle wichtigen Terminbörsen (Euronext, Eurex, ICE Futures Europe, LME, BME und NASDAQ). Die zuständigen Aufsichtsbehörden teilten die Bedenken um die systemischen Risiken und das ordnungsgemäße Funktionieren der ETD-Märkte, die aus dem Zusammenwirken von Brexit und der Open Access-Bestimmungen entstehen können, und haben die Zugangsregelungen vorerst ausgesetzt. In diesem Zusammenhang sollte auch berücksichtigt werden, dass sogar die britische Financial Conduct Authority (FCA) als Aufsichtsbehörde für einige der Hauptantragsteller diese Freistellung von MiFIR-Zugangsbestimmungen gewährt hat.

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union, macht es dringend erforderlich, einen EU-weiten Markt zu schaffen, der sich im globalen Wettbewerb mit den USA und Asien behauptet. Voraussetzung dafür ist auch, dass die EU 27 auch weiterhin in der Lage sein wird, ihre Wettbewerbsfähigkeit und Souveränität auf Grundlage stabiler Finanzmarktinfrastrukturen zu behaupten. Ein voll funktionsfähiger Finanzmarkt kann nur auf Grundlage eines soliden Risiko- und Liquiditätsmanagements erfolgreich sein. Daher ist die Gestaltung eines regulatorischen Rahmens, der die Stabilität von Handelsplätzen und CCPs



Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

weiter erhöht und systemische Risiken eliminiert, ein wichtiger Beitrag zur Erreichung der politischen Zielsetzungen.

**Da die MiFIR-Zugangsbestimmungen nicht praktikabel sind, dem Mandat der CCPs, Risiken zu managen, widersprechen und die Fähigkeit der Börsen, die Liquidität in ETDs zu fördern, beeinträchtigen, regen wir an, börsengehandelte Derivate aus dem Anwendungsbereich zu streichen.**

b. DBG Position zu Access-Regelungen für übertragbare Wertpapiere:

Für übertragbare Wertpapiere sollte die in der Regulierung vorgeschriebene Frist bezüglich der Anbindung (Implementierungs-Phase) von drei auf mindestens sechs Monate verlängert werden, da eine Frist von drei Monaten in der Praxis schlicht nicht praktikabel ist. Des Weiteren ist die Bearbeitung von parallelen Anträgen nicht geregelt. Da eine parallele Anbindung aufgrund von systemischen Risiken nicht bearbeitet werden kann, sollte eine sequentielle Bearbeitungsmöglichkeit von Anträgen vorgesehen werden. Somit schlagen wir eine Änderung des Level 1 Textes der MiFIR, Artikel 36 Absatz 3, Satz 4 vor: „(3) [...] Der Handelsplatz ermöglicht den Zugang **sechs** Monate nach der Übermittlung einer positiven Antwort auf den Zugangsantrag. Sollte der Handelsplatz parallele Anbindungsanfragen erhalten, obliegt es dem Handelsplatz diese sequentiell abzarbeiten. Die Reihenfolge der jeweiligen Anbindung ergibt sich aus dem Zeitpunkt des Zugangsantrages.“

Begründung

Innerhalb der vorgeschriebenen Frist von drei Monaten lässt sich die Anbindung (Implementation Phase) eines CCPs für übertragbare Wertpapiere nicht umsetzen. Für die hohen Aufwände, die durch die technische Implementierung inklusive tragfähiger Tests entstehen, ist die Frist unzureichend. Zudem deckt die Frist keine Aufwände für die vertragliche Ausgestaltung der Anbindung sowie Compliance-Vorgaben (KYC-Prüfung) ab. **Für übertragbare Wertpapiere sollte die in der Regulierung vorgeschriebene Frist bezüglich der Anbindung (Implementierungs-Phase) daher von drei auf mindestens sechs Monate verlängert werden.**

Darüber hinaus sollte die Regulierung eine Regelung im Hinblick auf die Bearbeitung von parallelen gestellten Anträgen enthalten, da eine parallele Anbindung aufgrund von systemischen Risiken nicht darstellbar ist. Somit empfehlen wir eine entsprechende Anpassung von Artikel 36 Absatz 3 MiFIR.

**Wir weisen abschließend darauf hin, dass wir eine Verlängerung der in Art. 35 Absatz 4 und Art. 36 Absatz 4 MiFIR vorgesehenen Frist für die Beschlussfassung der zuständigen Aufsichtsbehörde über eine Verweigerung des Zugangs für sinnvoll erachten.** Angesichts des Prüfumfanges eines Zugangsantrags hinsichtlich seiner Auswirkungen auf das reibungs-

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

lose und ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte sowie das Verstärken von systemischen Risiken halten wir diese Frist für unangemessen kurz. Um die Praktikabilität zu verbessern und ausreichend Zeit für die Antragsprüfung einzuräumen, sollte zudem der Beginn des Bearbeitungszeitraums durch einen Verweis auf das vollständige Vorliegen aller für die Prüfung relevanter Informationen klarer gefasst werden; das Ermessen über die Vollständigkeit eines Zulassungsantrags sollte bei der zuständigen Behörde liegen.

## 2. Marktzugang von Drittlandfirmen

### DBG Position:

Auch mit der Einigung auf einer Reform des MiFIR Äquivalenz-Regimes ist davon auszugehen, dass mit einem EU-weit einheitlichen System von Entscheidungen über den Marktzugang aus verschiedenen Jurisdiktionen zum europäischen Finanzmarkt erst in einigen Jahren zu rechnen sein wird. **Somit werden auf absehbare Zeit die derzeit bestehenden mitgliedstaatlichen Regelungen gelten und den Rechtsrahmen für die materiellen Kriterien und die Prüfung und Überwachung der Voraussetzungen im Zeitablauf darstellen. Vor diesem Hintergrund kommt nationalstaatlichen Regimen eine besondere Verantwortung für die Regelung des Marktzugangs von Drittlandfirmen zu.** Mit Blick auf die Umbrüche und Herausforderungen für den europäischen Finanzmarkt, die der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union mit sich bringt, sollten Regelungen gefunden werden, die zugleich die Stabilität und die Wettbewerbsfähigkeit sicherstellen.

**Wir sind der Auffassung, dass auch in Deutschland eine Zulassung durch eine Aufsichtsbehörde nicht zwingend erforderlich ist, sondern durch die Normierung von Prinzipien für die Geschäftstätigkeit und Beaufsichtigung wirkungsgleich ersetzt werden kann.** Dieser Weg wäre ohne eine Änderung der gesetzlichen Grundlage im Wege der Anpassung der BaFin-Merkblätter möglich und gilt für neue Anträge sowie die Überprüfung der im Rahmen der Bestandsschutzregelung gemäß § 64x Absatz 8 KWG gewährten Erlaubniserteilungen. **Alternativ halten wir auch die Schaffung einer gesetzlichen Kompetenz für die BaFin für bedenkenswert, die diese dazu ermächtigt, für gewisse Jurisdiktionen (vergleichbar wie in den Niederlanden) im Wege einer Allgemeinverfügung Ausnahmen für Firmen aus diesen Staaten zu schaffen.**

### Begründung

Die Europäische Union (EU) nimmt in vielen Bereichen der Finanzmarktregulierung eine Vorreiterrolle im globalen Vergleich ein. EU-Standards dienen vielen Jurisdiktionen als Vorbild in der Regulierung bestimmter Tätigkeiten und Akteure auf dem Finanzmarkt. Wir be-

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

grüßen die Fortschritte, die die EU bei der Verbesserung der Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit ihres Finanzmarktes und des Schutzes von Verbrauchern und Anlegern erreicht hat, ausdrücklich. MiFID II / MiFIR, EMIR oder die EU-Marktmissbrauchsverordnung haben politische Zielsetzungen und Standards definiert, die das Geschäftsverhalten aller Marktteilnehmer prägen. Wir sind der Auffassung, dass hohe Regulierungsstandards auf Grundlage von Transparenz, Stabilität und Kontrolle die Attraktivität des europäischen Finanzmarktes im globalen Wettbewerb stärken können.

Wesentlich für die Umsetzung dieser Zielsetzungen ist es, die Balance zwischen der Offenheit der Märkte und einer wirksamen Kontrolle über den Zugang zum Binnenmarkt für Unternehmen aus Drittstaaten zu finden. Dabei sollte sichergestellt sein, dass das Geschäftsgebaren aller Firmen, die in der EU tätig sind bzw. tätig sein wollen, der Einhaltung dieser Ziele nicht zuwiderläuft. Dieser Zusammenhang gilt auch für UK-Firmen, bezieht sich allerdings ausdrücklich auch auf den Marktzugang für Firmen aus anderen Jurisdiktionen.

**Wir begrüßen die derzeitige Überarbeitung des Äquivalenzregimes für Wertpapierfirmen und Drittstaaten im Rahmen des Investment Firm Reviews (IFR/IFD). Der erzielte Kompromiss zwischen EP, Mitgliedstaaten und der Kommission kann dazu beitragen, den Entscheidungsprozess effizienter und transparenter zu machen.**

Wir gehen allerdings davon aus, dass die neuen Regeln nicht vor frühestens Ende 2020 zur Anwendung kommen werden. Es regelt also weiterhin das bestehende MiFID II / MiFIR Äquivalenzregime den Marktzugang von Drittlandfirmen auf einheitlicher europäischer Grundlage – allerdings nur unter der Voraussetzung, dass die EU Kommission eine Äquivalenzentscheidung für den entsprechenden Drittstaat trifft. Da die EU Kommission bisher keine solche Äquivalenzentscheidung getroffen hat, können die einzelnen Mitgliedstaaten den Zugang von Drittlandfirmen individuell regeln.

Wir teilen die Einschätzung der EU-Gesetzgeber, dass dieses Regelwerk nicht geeignet ist, klare, konsistente und praktikable Kriterien und Verfahren bereitzuhalten, nach denen sich Marktteilnehmer richten können. Diese Einschätzung war ursächlich für die begrüßenswerte Überarbeitung des derzeitigen Regimes. Wir erinnern daran, dass schon bislang kein Äquivalenzverfahren nach dem bestehenden Regime aufgenommen wurde; es erscheint daher auch zweifelhaft, ob die Kommission bis zur Anwendbarkeit der neuen Regelungen solche Prüfungen einleiten und Entscheidungen über die Äquivalenz von Drittlandjurisdiktionen treffen wird. Zudem besteht nach Art. 54.1 MiFIR auch für den Fall, dass die Kommission auf Grundlage des neuen Regimes zügig Äquivalenzentscheidungen trifft, weiterhin die auf maximal drei Jahre befristete Möglichkeit für den Marktzugang von Drittlandfirmen auf Grundlage bestehender nationaler Regelungen.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Im Ergebnis ist davon auszugehen, dass mit einem EU-weit einheitlichen System von Entscheidungen über den Marktzugang aus verschiedenen Jurisdiktionen zum europäischen Finanzmarkt erst in einigen Jahren zu rechnen sein wird. **Somit werden auf absehbare Zeit die derzeit bestehenden mitgliedstaatlichen Regelungen gelten und den Rechtsrahmen für die materiellen Kriterien und die Prüfung und Überwachung der Voraussetzungen im Zeitablauf darstellen.** Wir erkennen an, dass nationale Gesetzgeber dabei unterschiedliche Prioritäten definieren und in einzelnen Bereichen über europarechtlich vorgesehene Regelungen hinaus gehen wollen, um besondere Schutzzwecke gegenüber bestimmten Marktteilnehmern zu gewährleisten. Wir beobachten allerdings auch, dass Vorschriften auf mitgliedstaatlicher Ebene das Potential zu einer Fragmentierung von Marktzugangsregelungen beinhalten und das Risiko von Regulierungsarbitrage mit sich bringen.

**Vor diesem Hintergrund kommt nationalstaatlichen Regimen eine besondere Verantwortung für die Regelung des Marktzugangs von Drittlandfirmen zu.** Mit Blick auf die Umbrüche und Herausforderungen für den europäischen Finanzmarkt, die der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union mit sich bringt, sollten Regelungen gefunden werden, die zugleich die Stabilität und die Wettbewerbsfähigkeit sicherstellen.

Wir stellen nachfolgend unser Verständnis der deutschen Regelungen dar und machen Vorschläge für eine gezielte Überarbeitung des bestehenden Regimes. Die Anpassungen sollen dazu beitragen, die Wettbewerbsfähigkeit und Eigenständigkeit des Finanzmarkts in Deutschland zu stärken und den Einfluss des Gesetzgebers und der Aufsichtsbehörden auf Entwicklungsrichtung und -geschwindigkeit des Marktzugangsregimes auf europäischer Ebene sicherzustellen. Wir sind der Auffassung, dass diese Vorschläge mit den gesetzlichen Regelungszwecken des Anlegerschutzes und der Sicherstellung des ordnungsgemäßen Handels vereinbar sind.

Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz (2. FinanzmarktG) eine Bestandsschutzregelung für Drittlandfirmen eingeführt, die der Bedeutung von Firmen aus Drittstaaten für den Erhalt und Ausbau des Finanzstandorts Deutschland Rechnung trägt. Bei uns tätige Drittlandfirmen, die sich für diese Regelung qualifiziert haben, haben dabei von dem großen Engagement und der Kooperationsbereitschaft der BaFin bei der Prüfung und Bewilligung der Anträge profitiert.

Mit Blick auf die Regeln für Neukunden aus Drittstaaten eröffnet der Gesetzgeber – neben der Gründung einer Zweigstelle oder eines Tochterunternehmens – den Weg der Einzelfallprüfung (§ 2 Absatz 5 KWG) und räumt der BaFin dabei Ermessensspielraum bei der Auslegung und Anwendung der Regelung ein. Eine Freistellung nach § 2 Absatz 5 KWG sieht eine Einzelfallprüfung der BaFin dahingehend vor, dass die Drittstaatenfirma im Herkunftsland soweit beaufsichtigt ist, dass es keiner zusätzlichen Aufsicht durch die BaFin bedarf.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Wir halten diesen Ansatz einer Einzelfallprüfung grundsätzlich für einen gangbaren Weg, um die Voraussetzungen für die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften festzustellen. **Wir regen daher an, die Auslegungspraxis zeitnah im Merkblatt zur Erlaubnispflicht von grenzüberschreitend betriebenen Geschäften weiter zu konkretisieren.** Dies würde der gestiegenen Bedeutung von Wertpapierfirmen für das ordnungsgemäße Funktionieren der Finanzmärkte Rechnung tragen, die der Schaffung eines EU-Regelwerks für Investment Firms zugrunde liegt.

**Vorrangig gegenüber Verfahrensfragen halten wir eine Klärung der in § 2 Absatz 5 KWG festgelegten Voraussetzungen für erforderlich. Insbesondere das Erfordernis der Beaufsichtigung durch die im Herkunftsstaat zuständige Behörde stellt eine Anforderung dar, die prohibitive Wirkung für die überwiegende Zahl an Drittlandfirmen entfalten kann.** Theoretisch steht dieser Weg der Freistellung nach § 2 Absatz 5 KWG zwar jedem potentiellen Handelsteilnehmer zur Verfügung. Allerdings ist zu bedenken, dass die EU in der Zulassungspflicht für Investment Firms eine Vorreiterrolle im globalen Umfeld eingenommen hat und zudem davon auszugehen ist, dass die Beaufsichtigung durch eine Behörde nicht der Regelfall sein wird. Die Regelung berücksichtigt nicht in ausreichendem Maß, dass Regelungen für die Zulassung und Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen bezüglich ihrer Ausgestaltung und ihres Umfangs im globalen Vergleich variieren. Viele Marktteilnehmer aus Drittstaaten stammen aus einem - nicht notwendigerweise schlechteren - aber doch anderen Regulierungskontext und sind in vielen Marktsegmenten als Liquiditätsspender und Handelsteilnehmer aktiv. Andere Drittstaaten sehen etwa keine ausdrückliche aufsichtliche Zulassung von sog. „Proprietary Tradern“ vor und/oder erlauben eine mittelbare Beaufsichtigung dieser Firmen durch sog. Self-Regulatory Organizations. Eine vom deutschen Ansatz abweichende Regelungssystematik in Drittstaaten sollte bei der Ausgestaltung der deutschen Vorschriften berücksichtigt werden, so dass diesen Firmen nicht aus Gründen, die außerhalb ihres Einflussbereichs liegen und nicht im Zusammenhang mit Art und Umfang ihrer Geschäftstätigkeiten in Deutschland stehen, der Marktzugang verwehrt bleibt.

Im Vergleich zu anderen Jurisdiktionen empfinden Marktteilnehmer die Zugangsvoraussetzung zum deutschen Markt als restriktiv und intransparent. Die Regelung stellt vielmehr eine Markteintrittsbarriere für Firmen aus Drittstaaten dar und beschneidet die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandortes Deutschland. Dies ist insbesondere im Hinblick auf den Brexit bedeutsam, da London derzeit für viele Drittstaatenfirmen als Hub für den Zugang in die EU genutzt wird, und solche Unternehmen sich derzeit nach alternativen Standorten umsehen. Der mit dem § 2 Absatz 5 KWG eröffnete Weg des Marktzugangs ist aufgrund seines Ausgestaltung sowie der Unklarheiten bei der Auslegung und Anwendung derzeit keine praktikable Lösung, die der Bedeutung des Finanzmarktes Deutschland im europäischen und globalen Kontext entspricht.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Andere Mitgliedstaaten haben in der Frage der Voraussetzungen für den Marktzugang andere Wege eingeschlagen und verzichten auf das Erfordernis einer Zulassung durch eine Aufsichtsbehörde.

- In UK gibt es seit 2001 schon die sog. Overseas Person Exemption, wonach Drittstaatenfirmen von der Zulassungspflicht befreit werden, wenn sie „mit oder durch“ eine autorisierte oder von der Autorisierung befreite Person handeln. Das Handeln über die Infrastruktur eines zugelassenen Handelsplatzes wird dabei als „durch“ eine autorisierte Person gesehen und befreit den Handelsteilnehmer aus dem Drittstaat von der Autorisierungspflicht.
- In den Niederlanden wurde ebenfalls eine sog. „Overseas Person Exemption“ eingeführt, wonach Drittstaatenfirmen, die Eigengeschäft betreiben, ebenfalls von der Autorisierungspflicht befreit sind, wenn sie „mit oder durch“ eine autorisierte Person handeln. Hierfür ist weder ein Antrag erforderlich noch gelten irgendwelche Fristen. Vielmehr gilt hier ein sog. Self-Compliance Assessment, wonach der Teilnehmer das Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzung für die Befreiung von der Autorisierungspflicht selbst überprüft. Es gibt darüber hinaus eine generelle Bereichsausnahme für Firmen aus bestimmten Jurisdiktionen. Eine solche Bereichsausnahme für alle Firmen aus USA, Australien und Schweiz wurde bereits gewährt.
- In Frankreich bedarf es insbesondere keiner Autorisierung, wenn eine Kooperationsvereinbarung zwischen den Aufsichtsbehörden oder zwischen einem französischen Handelsplatz und dem jeweiligen Handelsplatz im Drittstaat besteht.

**Wir sind der Auffassung, dass auch in Deutschland eine Zulassung durch eine Aufsichtsbehörde nicht zwingend erforderlich ist, sondern durch die Normierung von Prinzipien für die Geschäftstätigkeit und Beaufsichtigung wirkungsgleich ersetzt werden kann.** Dieser Weg wäre ohne eine Änderung der gesetzlichen Grundlage im Wege der Anpassung der BaFin-Merkblätter möglich und sollte für neue Anträge sowie die Überprüfung der im Rahmen der Bestandsschutzregelung gemäß § 64x Absatz 8 KWG gewährten Erlaubniserteilungen gelten. **Alternativ halten wir auch die Schaffung einer gesetzlichen Kompetenz für die BaFin für bedenkenswert, die diese dazu ermächtigt, für gewisse Jurisdiktionen (vergleichbar wie in den Niederlanden) im Wege einer Allgemeinverfügung Ausnahmen für Firmen aus diesen Staaten zu schaffen.**

### 3. Preisregulierung von Marktdaten

#### DBG Position

Aufgrund der zentralen Funktion von Marktdaten für ein effizientes Funktionieren von Märkten und ihrem Beitrag zu den übergeordneten Zielen der regulatorischen Agenda, Stabilität, Transparenz und Anlegerschutz zu stärken, sollten wiederholt bemühte Diskussionen um die Preisbewertung von Marktdaten daher stets in einem breiteren Kontext gesehen werden. Wir sind der Auffassung, dass die von den Börsen aufgerufenen Marktdatenpreise grundsätzlich angemessen sind. Da Forderungen nach einer Verschärfung von Art 13 MiFIR unangebracht und nicht faktenbasiert sind, sollten ihnen nicht stattgegeben werden.

Eine verschärfte Preisregulierung für Börsendaten – noch dazu ohne eine faktische Basis – könnte nicht-intendierte negative Nebeneffekte für das ordentliche und effiziente Funktionieren des Marktes, Transparenz und Anlegerschutz auslösen, welche es zu vermeiden gilt. Wir möchten mit unseren Erläuterungen zu einer Versachlichung der Diskussion beitragen und Aspekte in die Debatte einbringen, die wir für wesentlich halten.

#### Begründung

Eine der Kernfunktionen von Börsen betrifft die organisierte und transparente Preisbildung. Börsendaten sind das Resultat des Preisbildungsprozesses an den Börsen. Börsendaten machen den EU Kapitalmarkt transparent. Ihre zeitnahe Verfügbarkeit für Marktteilnehmer sowie jeden interessierten Dritten, ihre absolute Zuverlässigkeit und Richtigkeit machen ihren unvergleichlichen Wert aus. Marktteilnehmer, neue Handelsplätze, Indexanbieter, Vendors, sowie viele andere Dritte profitieren von diesen werthaltigen Daten und haben eigene einträgliche Geschäftsmodelle darauf aufgebaut, was letztlich zu Produktinnovation, mehr Wettbewerb und Auswahlmöglichkeiten für Marktteilnehmer führt. Börsendaten sind damit ein wesentlicher Teil einer groß angelegten Wertschöpfungskette.

Aufgrund der zentralen Funktion von Marktdaten für ein effizientes Funktionieren von Märkten und ihrem Beitrag zu den übergeordneten Zielen der regulatorischen Agenda, Stabilität, Transparenz und Anlegerschutz zu stärken, sollten wiederholt bemühte Diskussionen um die Preisbewertung von Marktdaten daher stets in einem breiteren Kontext gesehen werden.

Die Erstellung von Börsendaten (Preisbildung) sowie die Veröffentlichung zuverlässiger und werthaltiger Daten erfordert jedoch auch kontinuierliche Investitionen auf Börsenseite in Hard- und Software, aber auch in Handelsregelwerke sowie zugehörige Marktüberwachung und Compliance Enforcement. Details zur Bedeutung des börslichen Preisbildungsprozesses sowie den Wert der sich daraus ergebenden Handelsdaten finden sich in der Studie „The

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

design of equity trading markets in Europe“ von Oxera, welche im März 2019 veröffentlicht wird.

Seit Jahren sind Börsen in den USA, Kanada und der EU systematisch organisierten Vorwürfen ausgesetzt, die alleine dem Zweck dienen, Börsendaten kostenlos oder zu geringeren Lizenzentgelten als heute zu beziehen. Börsendaten stehen grundsätzlich diskriminierungsfrei jedem Interessenten zur Verfügung, und die Kosten sind in absoluten Zahlen sehr gering. Um ein eingängiges Beispiel zu geben: eine Börsen-Lizenz zur Nutzung von Xetra Daten in Echtzeit über ein Vendor Terminal für einen professionellen Nutzer (z.B. Asset Manager, Bankangestellter) kostet auf den Tag gerechnet so viel, wie das Äquivalent z.B. eines „Starbucks Latte Grande“ (aktuell € 3,80); für einen Privatanleger sind es pro Tag sogar nur € 0,25. Gleichzeitig werden Forderungen gestellt, dass Börsen Daten – lediglich für sich kostendeckend – Dritten zur Verfügung zu stellen, die dann diese Daten für eigene kommerzielle Zwecke kostenlos nutzen und ggfs. auch gegen Entgelte weiterverteilen dürfen. Sinn und Zweck des Gesetzes ist es u.E. nicht, professionelle Marktteilnehmer zu privilegieren und mit kostenlosen Daten die Geschäftsmodelle von Dritten zu unterstützen (free-riding), sondern allein Transparenz zu schaffen und Informationsasymmetrien zu vermeiden. Verwunderlich ist jedenfalls auch, dass die gegenwärtigen Regelungen offensichtlich nur Institutionen erfassen, bei denen die Daten generiert werden.

Argumente, warum Börsendaten preisreguliert werden sollten, sind umfänglich, aber oft nicht faktenbasiert; wir haben die prominentesten Argumente nachfolgend zusammengefasst und kommentiert:

#### **Behauptung: Es besteht eine regulatorische Anforderung, Daten zu konsumieren**

Dieses Argument trifft für die Nutzung von durch Börsen angebotenen Daten in der EU kaum zu, denn MiFID II/MiFIR erfordert keinesfalls die Nutzung aller in der EU verfügbaren Börsendaten in Echtzeit. Auch sind die relevanten Lizenzentgelte für Echtzeitdaten, wie oben beschrieben sicherlich angemessen. Fünfzehn Minuten verzögerte Daten sind sogar ohne Börsenlizenzentgelte verfügbar.

Neben Börsen gibt es jedoch auch Drittanbieter, die (Börsen-)Daten für umfängliche Bewertungen von Positionen anbieten (z.B. in Bezug auf Solvency II, dazu gehören u.a. auch berechnete Daten). Hier möchten wir darauf verweisen, dass dies außerhalb der Erlösstrukturen von Börsen geschieht und somit keinesfalls Teil der vorgebrachten Argumente sein kann.

#### **Behauptung: Börsen erhöhen Marktdatenerlöse, um in zunehmendem Maße Verluste bei Handelserlösen zu kompensieren**

Es besteht aus unserer Sicht keine Evidenz für diese seit Jahren wiederkehrende Behauptung. Das Verhältnis von Erlösen aus Marktdaten zur Summe der Erlöse aus Marktdaten und



Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Handelsdaten der DBAG ist seit Jahren relativ stabil, bzw. aktuell sogar eher rückläufig. Preisstrukturen werden natürlich angepasst, sowohl nach oben, aber auch nach unten. Dabei gilt es auch, sich an strukturelle Veränderungen anzupassen, wie z.B. die fortschreitende Digitalisierung im Finanzmarkt. Hierbei nimmt die Nachfrage nach Terminal-Lizenzen signifikant ab, während sich die elektronische Nutzung von Daten mehr und mehr ausbreitet. Demgegenüber stehen kontinuierliche Investitionen der Börsen in eine sichere und zuverlässige Handels- und Marktdateninfrastruktur, die auch in herausfordernden Finanzmarktsituationen (und -krisen) jederzeit umfänglich für Marktteilnehmer verfügbar ist, sowie in die Umsetzung umfänglicher regulatorischer Maßnahmen.

### **Behauptung: Börsen disaggregieren Produkte, um die Erlöse zu maximieren**

Gemäß Art. 12 MiFIR sind Handelsplätze dazu verpflichtet, Börsendaten in disaggregierten Datenpaketen verfügbar zu machen. Eine überaus umfängliche Disaggregation (z.B. auf der Ebene von ISINs, oder per Auktionspreis eines Instruments) wurde insbesondere von den Parteien gefordert, die heute Anschuldigungen der übermäßigen Disaggregation gegenüber Handelsplätzen erheben.

Aktuell bietet die DBAG regelkonform Datenprodukte disaggregiert auf Vor- und Nachhandelstransparenz an. Gemäß MiFIR besteht jedoch des Weiteren die grundsätzliche Verpflichtung für Handelsplätze, bei tatsächlicher Nachfrage durch Kunden anhand regulatorisch vordefinierter Variablen weiter auf der Produktebene granular zu disaggregieren. Während wir die regulatorischen Anforderungen für eine Disaggregation auf Vor- und Nachhandelstransparenz sowohl technisch als auch auf vertraglicher Seite (und unter erheblichen Kosten) umgesetzt haben, müssen wir jedoch feststellen, dass für diese Produkte so gut wie keine Nachfrage besteht, und auch nicht für zusätzliche Disaggregationen.

Wir können so zum einen festhalten, dass Disaggregation von Produkten entgegen der vorgebrachten Argumente keinesfalls ein Instrument zur Erlösmaximierung der Börsen darstellt, sondern die Erfüllung regulatorischer Pflichten. Zum anderen ist es verwunderlich, warum diese Anforderung der Disaggregation von Marktdaten überhaupt initial gestellt wurde, da offensichtlich keine (oder kaum) Nachfrage besteht.

### **Behauptung: Börsen sind Monopole und nutzen Ihre Marktmacht aus, mit dem Resultat des Marktversagens**

Marktversagen bzw. Wettbewerbsbehinderung sind ebenfalls wiederkehrende Argumente gegen Börsen und für eine Preisregulierung von Marktdatenerlösen der Börsen. Wettbewerb kann sich jedoch in der EU ohne Probleme etablieren, wie dies einige Start-ups eindrucksvoll in den letzten Jahren gezeigt haben. Start-ups wie CHI-X und Liquidnet haben auf Basis von Börsendaten ein solides neues Geschäft etabliert und den etablierten Börsen sowohl auf

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

der Handels- als auf der Marktdatenseite Konkurrenz gemacht. Ein Marktversagen oder Wettbewerbsbehinderung liegt hier augenscheinlich nicht vor.

Vorwürfe, Börsen würden börseninternen Kunden (Tochterfirmen) günstigere Konditionen zur Verfügung stellen, können wir für uns ausschließen. Daten werden diskriminierungsfrei jedem Interessenten zu gleichen Konditionen zur Verfügung gestellt.

Umfangreich geforderte Preisregulierung von Marktdatenpreisen der Börsen lehnen wir ab. Es sind aus unserer Sicht keine Gründe für solche Maßnahmen gegeben. Die Summe aller Marktdatenerlöse von EU Börsen p.a. (mit globalen Kunden) sind unserer Schätzung nach gut unter 1 Mrd. EUR. Nur ein Teil dieser Erlöse wird tatsächlich in der EU erwirtschaftet. Eine Preisregulierung für Börsendaten – noch dazu ohne eine faktische Basis – könnte jedoch nicht intendierte negative Nebeneffekte auch für die Stabilität von Börsen auslösen.

Wir plädieren daher dafür, potentiellen Forderungen nach einer Verschärfung der Anforderungen an die Handelsplätze in Bezug auf „angemessene kaufmännische Bedingungen“ für die Bepreisung von Marktdaten gemäß Art. 13 MiFIR nicht nachzugeben. Eine verschärfte Preisregulierung für Börsendaten – noch dazu ohne eine faktische Basis – könnte nicht intendierte negative Nebeneffekte für das ordentliche und effiziente Funktionieren des Marktes, Transparenz und Anlegerschutz auslösen, welche es zu vermeiden gilt. Wir möchten mit unseren Erläuterungen zu einer Versachlichung der Diskussion beitragen, und Aspekte in die Debatte einbringen, die wir für wesentlich halten.

#### 4. Konsolidierter Datenticker (Consolidated Tape)

##### DBG Position

Wir sind der Auffassung, dass die Bedingungen für Anbieter konsolidierter Datenticker (Consolidated Tape Provider) in der Regulierung ersatzlos gestrichen werden sollten und damit Art. 65 MiFID II entfallen sollte. Prinzipiell sollte ein monopolistisches CTP-Modell vermieden werden; vielmehr sollte weiterhin auf wettbewerblich organisierte Datenaggregation gesetzt werden. Sollte eine Streichung von Art. 65 MiFID II nicht erfolgen, sollte die Anwendung auf ein Mindestmaß reduziert bleiben und ausschließlich für Nachhandels-transparenzdaten gelten. Daneben sollte von einem Transfer des CTPs von der MiFID II in die MiFIR zum Zweck der direkten ESMA-Aufsicht über CTPs – wie derzeit im ESAs Review diskutiert – abgesehen werden.

##### Begründung

MiFID II / MiFIR hat neben den Datenbereitstellungsdiensten APA und ARM das Konzept des Consolidated Tape Providers (CTP) eingeführt, um die Integration der europäischen Märkte zu fördern, Marktteilnehmern einen umfassenderen Blick auf Handelsdaten zu verschaffen und die Datenqualität zu erhöhen. Jedoch wurde seit MiFID II/MiFIR im Januar 2018 Anwendung findet, noch kein CTP in der EU zugelassen. Möchten Marktteilnehmer jedoch aggregierte Marktdaten nutzen, so gibt es umfängliche aggregierte Datenprodukte von Marktdaten-Vendoren. Diese Datenaggregationen stellen bereits den Datenstrom dar, den ein CTP darstellen soll. Der Unterschied zwischen einem CTP und den Services der Marktdaten Vendoren liegt rein darin, dass Vendoren nicht als CTP autorisiert sind und somit nicht der Regulierung unterliegen. Zwischen Betreibern eines CTP, die hohe Compliance Anforderungen gemäß MiFID II erfüllen müssten, und Marktdaten Vendoren, die die gewünschten Service bereits heute abbilden, bestünden ungleiche Wettbewerbsbedingungen.

Es ist weiterhin unklar, welchen Zweck ein CTP in der EU tatsächlich erfüllen sollte. Ungleich der Regulierung NMS in den USA, in der die Nutzung aller Börsendaten über ein CTP beim Handel an US Handelsplätzen vorgeschrieben ist (und von den Marktteilnehmern bezahlt werden muss) in Kombination mit elektronischer Weiterleitung einer Order an den Handelsplatz mit dem besten Preis – steht das CTP in MiFIR / MiFID II ohne dergleichen Aufgaben da. Auch ist die „best execution“ Verpflichtung in der MiFIR nicht eindimensional wie in den USA (in den US ausschließlich bester Preis, in der EU jedoch Kombination aus Preis, Kosten, Zeit, etc.). Es ist zu vermuten, dass die fordernden Parteien erhoffen, Zugang zu allen aggregierten Börsendaten zu einem reduzierten Preis zu erhalten. Dem steht jedoch nicht die Möglichkeit der Kompensation der Börsen durch die Ausführung der Transaktion

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

entgegen (wie in der RegNMS), denn es gibt keine Verpflichtung in der EU, eine Order an die Börse mit dem besten Preis zu routen. Ein Level Playing Field existiert in diesem Szenario für Börsen also nicht mehr. Wir warnen daher davor, Bausteine mit einer dedizierten Aufgabenzuweisung aus einer bestimmten Marktstruktur in ein gänzlich unterschiedliches Umfeld zu implantieren, das nach einer anderen Logik und in einem anderen institutionellen Aufbau konzipiert ist.

Wir sprechen uns dafür aus, das CTP gemäß Art. 65 MiFID II grundsätzlich aus der Regulierung zu streichen. Die Forderung nach einem CTP wurde initial von Britischer Seite gestellt. Mit Blick auf den bevorstehenden Brexit wird nun ein beträchtlicher Anteil der Finanzmarkttransaktionen außerhalb der EU stattfinden, dieser Anteil fände somit auch innerhalb des CTPs keine Berücksichtigung.

Sollte die Streichung von Art. 65 MiFID II nicht durchsetzbar sein, sprechen wir uns dafür aus, die Anwendung auf ein Mindestmaß zu reduzieren. Das CTP sollte ausschließlich Nachhandelstransparenzdaten aggregieren. Denn CTPs fänden ihren Nutzen in der Produktentwicklung, für akademische Studien und bei der Kapitalmarktaufsicht, wofür ein Datenticker mit fünfzehn Minuten verzögerten Daten genügen sollte.

Zudem wurde mit dem Gesetzesvorschlag der Europäischen Kommission zum ESAs Review aus dem September 2017 vorgeschlagen, Datenbereitstellungsdienste (CTPs) von der MiFID II in die MiFIR zu übertragen, um diese der direkten Aufsichtskompetenz von ESMA zu unterstellen. Wir plädieren dafür, dass – sollte eine Streichung von Art. 65 MiFID II nicht durchsetzbar sein – vom derzeit diskutierten Transfer des CTP von der MiFID II in die MiFIR zum Zwecke der direkten ESMA-Aufsicht abgesehen wird.

## **5. Handelsplatzpflicht für Aktien (Art. 23 MiFIR)**

### DBG Position

Wir schlagen eine Änderung von Artikel 23 Absatz 3 MiFIR dahingehend vor, dass ESMA zusätzlich die Aufgabe erhält, um quantitative Schwellenwerten für die zur Festlegung der Handelsplatzpflicht vorgesehenen Kriterien ‚systematisch, ad hoc, unregelmäßig und selten‘ zu festzulegen.

### Begründung

Wertpapierfirmen sind gemäß Art. 23 MiFIR verpflichtet, ihre Handelsgeschäfte mit Aktien an einem regulierten Markt, MTF oder systematischen Internalisierer oder an einem Drittlandhandelsplatz, der als äquivalent gilt, zu tätigen. Eine Ausnahme sieht Absatz 1 Buch-

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

stabe a dann vor, wenn diese Handelsgeschäfte nicht-systematisch, ad hoc, unregelmäßig und selten getätigt werden. Während für die in Absatz 1 Buchstabe b genannte Ausnahme für nicht zur Preisbildung beitragende Geschäfte im Rahmen der Delegierten Rechtsverordnung (EU)2017/587 weiter konkretisiert wurde, ist eine entsprechende Spezifizierung für diese Kriterien nicht erfolgt.

Die derzeitige Praxis, von einer fehlenden Äquivalenzentscheidung der Europäischen Kommission darauf zu schließen, dass eine auch an einem EU Handelsplatz verfügbare Aktie nicht der Handelspflicht (Trading Obligation) unterliegt, halten wir nicht für eine auf Dauer praktikable Lösung, da sie zur zweifelsfreien Abgrenzung des Anwendungsbereichs von Art. 23 MiFIR nicht geeignet erscheint. Wir regen daher an, die oben genannten zusätzlichen Merkmale durch quantitative Schwellenwerte für regulatorische Zwecke anwendbar zu machen. Wir halten eine solche Konkretisierung für sinnvoll und geeignet, um eine sachgerechte Unterscheidung zwischen der Handelspflicht unterliegenden Aktien und davon auszunehmenden Instrumenten vorzunehmen.

Wir halten es dabei grundsätzlich für sinnvoll, an der Berücksichtigung des Liquiditätsprofils und der Handelsmuster als Anknüpfungspunkt für die Handelspflicht festzuhalten. Konkret sollte festgelegt werden, welche Instrumente unter die Handelsverpflichtung fallen. Hier sollten Überlegungen angestellt werden, ob z.B. ein Wertpapier, das einen bestimmten Prozentwert am Gesamthandelsvolumen (Umsatz) erreicht, unter die Befreiung von Artikel 23 Absatz 1 Buchstabe a MiFIR fällt. Welche Kriterien hier geeignet erscheinen, sollte im Rahmen von ESMA im Rahmen einer Marktkonsultation erarbeitet werden. Eine Veröffentlichung der Liste der Wertpapiere, die nicht unter die Befreiung fallen, sollte auf der ESMA-Webseite erfolgen und jährlich überprüft werden. Wir schlagen daher eine Änderung des Artikel 23 Absatz 3 MiFIR sowie eine Ergänzung in Artikel 2 (oder einen neuen Artikel 2a) der Delegierten Verordnung (EU) 2017/687 der Kommission vom 14. Juli 2016 vor, um ESMA ein entsprechendes Mandat zu erteilen.

Ohne eine entsprechende Konkretisierung entstehen möglicherweise negative Auswirkungen auf EU-Wertpapierfirmen in Form geringerer Liquidität und höherer impliziter Handelskosten. Dies wäre unter der Annahme eines fehlenden Äquivalenzabkommens der Fall, wenn Nicht-EU Aktien an einem Handelsplatz in der EU zwar verfügbar sind und dann dort gehandelt werden müssen, die Liquidität aber schwerpunktmäßig im Drittstaat liegt. Negative Auswirkungen wurden teilweise durch Anpassungen der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 (RTS 11), adressiert, die die Berücksichtigung der Liquidität im Drittlandmarkt ermöglichen.

Es besteht aus unserer Sicht allerdings grundlegender Regelungsbedarf, um Liquiditätsprofile und Handelsaktivitäten in Nicht EU-Aktien innerhalb der EU angemessen zu reflektieren. Die Verknüpfung zwischen Äquivalenzentscheidungen der Kommission und den rechtlich definierten Voraussetzungen der Handelspflicht kann in der Praxis zu Schwierigkeiten in der

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Anwendung und Auslegung führen. Besonders deutlich tritt dies im Falle eines Austritts von UK aus der EU ohne Austrittsabkommen zu Tage. Quantitative Schwellen würden das Abgrenzungsproblem lösen, ab wann ein signifikanter Handel von Aktien innerhalb der EU stattfindet (auch wenn der *main pool of liquidity* außerhalb der EU liegt), der es gerechtfertigt erscheinen lässt, EU Firmen zur Nutzung von Handelsplätzen oder systematischen Internalisierern innerhalb der EU oder als äquivalent anerkannter Drittlandhandelsplätze zu verpflichten.

## 6. Regulatorische Maßnahmen zu Stärkung des Börsenhandels in börsengehandelten Fonds (ETFs)

### DBG Position

Wir schlagen eine Änderung des Level 1 Textes der Verordnung (EU) Nr. 600/2014, Artikel 23, Absatz 1 zur Einführung einer ETF-Handelspflicht für Wertpapierfirmen vor: „(1) Wertpapierfirmen stellen sicher, dass ihre Handelsgeschäfte mit Aktien, **Aktienzertifikaten, börsengehandelten Fonds, Zertifikaten und anderen vergleichbaren Finanzinstrumenten**, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind oder an einem Handelsplatz gehandelt werden, an einem geregelten Markt oder gegebenenfalls im Rahmen eines MTF, oder systematischen Internalisierers oder an einem Drittlandhandelsplatz, der gemäß Artikel 25 Absatz 4 Buchstabe a der Richtlinie 2014/65/EU als gleichwertig gilt, getätigt werden, sofern nicht zu deren Merkmalen gehört, [...]“

Wir schlagen ferner eine *Anpassung des Tick-Größen-System (Tick Size Regime) für börsengehandelte Fonds (ETFs)* durch eine Änderung des Level 2 Textes der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 der Kommission vom 14. Juli 2016 (RTS 11), Artikel 2, Absatz 4 vor: – Streichung des folgenden Textabschnitts: „[...], **die dem Tick-Größen-System gemäß Absatz 1 unterliegen, oder aus einem Korb solcher Aktien**“. **Die vorgeschlagene Neufassung des Artikel 2, Absatz 4 lautet: „Die in Absatz 3 niedergelegten Anforderungen gelten nur für börsengehandelte Fonds, deren zugrundeliegende Finanzinstrumente ausschließlich aus Aktien bestehen.“**

Wir halten zudem den Verzicht auf einen Emissionsbegleiter für ETFs für sinnvoll und schlagen folgende Änderung des § 32 Absatz 2 BörsG: „(2) Die Zulassung ist vom Emittenten der Wertpapiere zusammen mit einem Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, oder einem nach § 53 Absatz 1 Satz 1 oder § 53b Absatz 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätigen Unternehmen **oder Unternehmen mit ausreichender Kapitalmarkterfahrung** zu beantragen. Das Institut oder Unternehmen muss an einer inländischen Wertpapierbörse mit dem Recht zur Teilnahme am Handel zugelassen sein und ein haftendes Eigenkapital im

Gegenwert von mindestens 730 000 Euro nachweisen. **Die Voraussetzungen des Satzes 2 entfallen für Unternehmen wie Beratungsunternehmen oder Anwaltskanzleien, die nachweislich über ausreichende Kapitalmarkterfahrung verfügen.** Ein Emittent, der **wiederholt Wertpapiere zum regulierten Markt im europäischen Wirtschaftsraum (EU und EEA) zum Börsenhandel zulässt oder** ein Institut oder Unternehmen im Sinne des Satzes 1 ist und die Voraussetzungen des Satzes 2 erfüllt, kann den Antrag allein stellen. Die Geschäftsführung kann vom Emittenten die Übermittlung von Referenzdaten in Bezug auf die zuzulassenden Wertpapiere verlangen, soweit dies zur Erfüllung der Anforderungen aus Artikel 4 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 erforderlich ist.“

## Begründung

### **Handelsplatzpflicht für ETFs**

Eines der wesentlichen Ziele der MiFID II war neben einer Harmonisierung der Regelungen im Wertpapierhandel und des Investorenschutzes, die Integrität und Transparenz der Märkte zu stärken. So wurde mit MiFID II neben verstärkten Anforderungen an die Vor- und Nachhandelstransparenz auch eine Stärkung des Handels auf transparenten Marktplätzen verpflichtend. Konkret soll mit Artikel 23 MiFIR sichergestellt werden, dass Wertpapierfirmen ihre Handelsgeschäfte an einem geregelten Markt, MTF, systematischen Internalisierer oder an einem als äquivalent einzustufender Handelsplatz durchführen, es sei denn, dass diese Geschäfte nicht auf systematischer Weise, ad hoc, unregelmäßig oder selten getätigt werden. Allerdings beschränkt sich Artikel 23 MiFIR hier nur auf Handelsgeschäfte mit Aktien. Die Handelspflicht schließt börsengehandelte Fonds (ETFs)<sup>2</sup> aus und fördert somit keine Erhöhung der Handelsbewegungen an regulierten Handelsplätzen.

ETFs ist in den letzten Jahren eine bedeutende Stellung zugekommen. Aufgrund ihrer Struktur ermöglichen sie Investoren einen kostengünstigeren Zugang zum Kapitalmarkt. Sie decken ein weites Spektrum an Industrien, Ländern und Anlageklassen ab. ETFs bilden liquide Sekundärmärkte und geben Investoren daher die Möglichkeit an der jeweiligen wirtschaftlichen Entwicklung teilzunehmen. Sie werden zur Diversifikation von Risiken, Liquiditätsmanagement als auch in der Wertpapierleihe von Marktteilnehmern und Emittenten bevorzugt eingesetzt. All diese Aspekte könnten besser in einem transparenteren, überwachten und mit klaren Regeln vorgesehenen Marktumfeld adressiert werden. **Eine Verpflichtung für Wertpapierfirmen, Geschäfte in ETFs an einem transparenten Handelsplatz durchzuführen, ist zielführend, denn Transparenz ermöglicht Investoren informierte Anlageentscheidungen zu**

---

<sup>2</sup> Im Folgenden erfasst dies ebenso aktienvertretende Zertifikate, Zertifikate und andere vergleichbare Finanzinstrumente.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

treffen, erleichtert die Preisfindung, ermöglicht die Verifizierung von besten Ausführungskursen und wirkt darüber schädlichen Auswirkungen von Marktfragmentierung entgegen. Im Ergebnis erhöht sich damit der Anlegerschutz sowie die Effizienz im ETF-Handel.

### Tick Size Regime für ETFs

Mit Einführung der MiFID II wurde ein einheitliches Tick-Größen-System (Tick Size Regime) für Aktien und ETFs eingeführt. Gemäß Erwägungsgrund 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 der Kommission vom 14. Juli 2016 (RTS 11) unterliegen ETFs nicht dem Tick Size Regime, wenn ihnen keine Aktien oder aktienvertretende Zertifikate zugrunde liegen. Weiterhin ist das Tick Size Regime gemäß Artikel 2, Absatz 4 nur auf solche ETFs anzuwenden, deren zugrundeliegende Finanzinstrumente ausschließlich aus Aktien, die dem Tick Size Regime gemäß Absatz 1 unterliegen, oder aus einem Korb solcher Aktien bestehen. Die Deutsche Börse hat in der letzten Konsultation der ESMA zu Änderungen von RTS 11 (ES-MA70-156-357) nochmals darauf hingewiesen, dass es erstrebenswert ist, einen einheitlichen Prozess zur Identifizierung von ETFs, die unter das Tick Size Regime fallen, zu etablieren, sowie eine Veröffentlichung dieser Papiere auf der ESMA-Webseite zu gewährleisten. Schon im Vorfeld dieser Konsultation haben wir darauf hingewiesen, dass Handelsplätze nicht überprüfen können, welche ETFs nicht unter das Regime fallen. Dies würde eine kontinuierliche Kontrolle der Fondszusammensetzung von ETFs erfordern, welche bei tausenden von ETFs nicht praktikabel ist. Die Deutsche Börse versteht jedoch, dass diese Kontrolle auch für ESMA eine Herausforderung darstellt und zusätzlicher Ressourcen bedarf. **Vor diesem Hintergrund empfehlen wir daher zur Reduzierung von Komplexität und im Sinne einer einheitlichen Anwendbarkeit, dass alle Aktien-ETFs – also nicht nur solche, die ausschließlich aus Aktien bestehen, die auf einem Regulierten Markt oder MTF gehandelt werden – in das Tick Size Regime einzubeziehen sind.**

Um eine solche Komplexitätsreduktion praxistauglich und ohne negative Auswirkungen auf die Liquidität von ETFs umsetzen zu können, regen wir eine Überarbeitung der bestehenden Liquiditätsbänder des Tick Size Regimes an. Unsere post-MiFID II Analysen zeigen, dass für die zehn meistgehandelten ETFs, bei denen sich die Mindestpreisgröße aufgrund der Einführung des neuen Regimes erhöht hat, der Spread im Durchschnitt für eine Order in der Größe von 100.000 Euro um 41% gestiegen ist (Q4 2017 auf Q1 2018) (Minimum: 13,6%; Maximum: 66,6%). Im Gegenzug hat sich für die zehn meistgehandelten ETFs, bei denen sich keine Erhöhung der Mindestpreisgröße durch Einführung des neuen Regimes ergab, der durchschnittliche Spread für eine Order in Höhe von 100.000 Euro im selben Zeitraum um 12,9% reduziert. Für neun der zehn ETFs lag das Maximum bei 25,9% und das Minimum bei 5,4%. Nur bei einem dieser zehn ETFs hat sich der durchschnittliche Spread um 2,9% erhöht. Diese Ergebnisse zeigen klar auf, dass das vorgegebene Regime negative Auswirkungen auf den Spread hat, wenn dieser künstlich durch die Mindestpreisgröße beschränkt



Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

wird. Dadurch müssen Investoren einen signifikanten Anstieg in den durchschnittlichen impliziten Transaktionskosten von bis zu 66,6% tragen. Dies reduziert die Attraktivität von ETFs im Vergleich zu alternativen Finanzinstrumenten mit gleichen Underlyings, die keinem mandatorischen Tick Size Regime unterliegen. **Die Deutsche Börse ist daher der Meinung, dass eine Erweiterung der Liquiditätsbänder für ETFs sinnvoll ist, um dem Liquiditätsprofil insbesondere von hochliquiden ETFs besser gerecht zu werden.**

An dieser Stelle möchten wir darauf hinweisen, dass es vor dem Hintergrund der Einführung zusätzlicher Liquiditätsbänder für hochliquide ETFs ggf. sinnvoll wäre, das Tick Size Konzept zielgerichtet zu überarbeiten. Für die Einführung neuer Liquiditätsbänder wäre die Einführung von Kriterien notwendig, anhand derer überprüft werden kann, ob ein ETF in ein anderes Liquiditätsband gehoben werden sollte; die tägliche durchschnittliche Anzahl an Transaktionen (ADNT) ist kein hinreichendes Liquiditätsmaß und mit dem bestehenden Konzept nicht zu vereinbaren.<sup>3</sup> Als alternativem Liquiditätsmaß könnte man mit Hilfe des Spread-Tick-Verhältnisses arbeiten. Dieses besteht aus zwei Faktoren, zum einen aus der Mindestpreisgröße (Tick) und zum anderen aus dem durchschnittliche Spread. Der durchschnittliche Spread könnte als zeitlich gewichteter durchschnittlicher Spread in Basispunkten von ESMA für alle ETFs berechnet werden. Die Spread Daten könnten vom Handelsplatz mit dem höchsten Orderbuchumsatz bereitgestellt werden. Die Mindestpreisgröße sollte dann für jeden ETF auf Basis eines Spread-Tick-Verhältnisses von z. B. 5 optimiert werden, d.h. ETFs mit einem Spread-Tick-Verhältnis von 5 oder kleiner würden sich für einen Wechsel in ein neu zu definierendes Liquiditätsband 7 mit kleineren Tick Größen je Preisspanne qualifizieren.<sup>4</sup> Der Vorteil bei Anwendung des Spread-Tick-Verhältnisses ist, dass auf individueller Basis für jeden einzelnen ETF eine angemessene Tick Size bestimmt werden kann, weil der Spread damit nicht künstlich durch die Mindestpreisgröße beschränkt wird. Wir empfehlen hier eine neue Task Force bei der ESMA aufzusetzen, um an einer nachhaltigen Lösung für ETFs zu arbeiten.

### **Verzicht auf Emissionsbegleiter**

Nach § 32 Absatz 2 BörsG ist die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vom Emittenten zusammen mit einem Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder einem nach § 53 Absatz 1 Satz 1 oder § 53b Absatz 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätigen Unternehmen (sogenannter Emissionsbegleiter) zu beantragen. Eine solche Verpflichtung ist europarechtlich nicht vorausgesetzt (Art. 51 MiFID II). Für Emittenten, die wiederholt Wertpapiere zum regulierten Markt innerhalb des europäischen Wirtschaftsraums zulassen und über eine ausreichende Kapitalmarkterfahrung verfügen, ist eine solche Verpflichtung eine

---

<sup>3</sup> Alle ETFs sind bereits heute dem Liquiditätsband 6 (dem höchsten Band) zugeordnet.

<sup>4</sup> Die Höhe des Spread-Tick-Verhältnisses ist entsprechend festzulegen. Das Spread-Tick-Verhältnis wäre jährlich zu überprüfen.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

zusätzliche Belastung und kann sich negativ auf die Entscheidung für den Zugang zum deutschen Kapitalmarkt auswirken.

Wir stellen den Zweck dieses Erfordernisses nicht grundsätzlich in Frage: Emissionsbegleiter, die der Prospekthaftung gemäß §§ 21 ff. Wertpapierprospektgesetz unterliegen, sollen durch ihre Einbeziehung bei der Antragstellung ein ordnungsgemäßes Zulassungsverfahren gewährleisten und die Beratung der Emittenten im Hinblick auf die Erfüllung der Zulassungsfolgepflichten sicherstellen. Jedoch ist aus unserer Sicht diese Voraussetzung nicht erforderlich, wenn Emittenten wiederholt Wertpapiere zum regulierten Markt zulassen und über eine ausreichende Kapitalmarkterfahrung verfügen. Das gilt insbesondere für die Zulassung von börsengehandelten Fonds (Exchange Traded Funds – kurz: ETFs) gemäß Art. 4 Absatz 1 Nummer 46 MiFID sowie von börsengehandelten Schuldverschreibungen (Exchange Traded Notes – kurz: ETNs) und börsengehandelten Waren (Exchange Traded Commodities – kurz: ETCs) gemäß Tabelle 2.4 des Anhangs III der Delegierten Verordnung (2016)4301 (RTS 2).

Die Gesellschaften, die ETFs, ETNs oder ETCs emittieren, verfügen aufgrund der für sie geltenden regulatorischen Anforderungen und der Eigenschaft als Daueremittenten regelmäßig über die Kenntnisse und Erfahrungen, die zur Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Zulassungsverfahrens und zur Erfüllung der Zulassungsfolgepflichten vorauszusetzen sind. Zudem erfolgt die Zulassung von ETFs, ETNs und ETCs in den meisten Fällen prospektfrei. Das Erfordernis der Mittragstellung durch einen Emissionsbegleiter sollte daher bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel durch einen Daueremittenten wie beispielsweise bei ETFs, ETNs und ETCs entfallen.

Weiterhin regen wir an, den Teilnehmerkreis für die Rolle des emissionsbegleitenden Instituts zu erweitern. Zurzeit können nur Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitute oder ein nach § 53 Absatz 1 Satz 1 oder § 53b Absatz 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätiges Unternehmen diese Aufgabe übernehmen. In der Praxis unterstützen häufig auch Beratungsunternehmen und Anwaltskanzleien den Emittenten bei der Zulassung von Wertpapieren und verfügen ebenfalls über eine ausreichende Kapitalmarkterfahrung und sind mit dem Zulassungsverfahren vertraut.

Aus diesem Grund schlagen wir eine Änderung von § 32 Absatz 2 BörsG vor, welche die Verpflichtung eines Mittragstellers nicht erforderlich macht, wenn der Emittent gegenüber der Geschäftsführung bestätigt, dass er über eine ausreichende Kapitalmarkterfahrung verfügt. Ist ein Mittragsteller erforderlich, sollten auch Beratungsunternehmen als auch Anwaltskanzleien die Aufgaben des Emissionsbegleiters übernehmen dürfen.

## 7. Entwicklung der Marktstruktur nach MiFID II: Systematische Internalisierer

### DBG Position

Die politische Zielsetzung, mehr Geschäfte an geregelten Börsen auszuführen – gleichbedeutend mit weniger Ausführungen im weniger transparenten bilateralen Handel – muss stärker in den Vordergrund gerückt werden. Dann können Börsen Investoren zusammenbringen und so die Finanzierung von Wachstum und Innovation unterstützen.

Die aktuelle Situation in Europa widerspricht dem skizzierten Leitbild. Zwar hat MiFID Wettbewerb zwischen einer Vielzahl von Ausführungsplätzen bei sinkenden Transaktionskosten ermöglicht, allerdings auf Kosten eines transparenten, effizienten Preisbildungsprozesses. Der Marktanteil weniger transparenter bilateraler Plattformen, d.h. von systematischen Internalisierern (SI), und des reinen OTC-Handels, ist unter MiFID II gestiegen. Ein wesentlicher Faktor sind Regulierungslücken, wie z.B. fehlende Tick Size Regelungen für bilaterale Plattformen im Handel mit Aktien und aktienähnlichen Finanzinstrumenten. Wir begrüßen daher den im Trilog verabschiedeten neu eingeführten Artikel 17a MiFIR und die Änderung von Art. 49 MiFID II.

Wir regen zudem an, Transparenzanforderungen gegenüber systematischen Internalisierern zu erhöhen, und unterbreiten hierzu nachstehend einige Vorschläge.

*Verpflichtung der systematischen Internalisierer zur Offenlegung von verbindlichen Kursofferten für Aktien:* Wir schlagen eine Anpassung des Artikel 14 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 15. Mai 2014 vor: „(3) Die systematischen Internalisierer können das Volumen bzw. die Volumina festlegen, zu denen sie Kursofferten abgeben. Eine Kursofferte muss mindestens **20%** der Standardmarktgröße einer Aktie [...] entsprechen.“

*Standardmarktgröße:* Wir empfehlen die Standardmarktgrößen in Anhang II der Tabelle 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/587 der Kommission vom 14. Juli 2016 hochzusetzen, konkret die Standardmarktgrößen in allen Klassen um 10.000 EUR anzuheben.

*Systematische Internalisierer:* Wir empfehlen die Obergrenzen in Artikel 12 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission wie folgt herabzusetzen:  
„[...] i) die Zahl der OTC-Geschäfte, die von der Wertpapierfirma im Rahmen der Ausführung von Kundenaufträgen für eigene Rechnung abgeschlossen werden, **0,2 %** der Gesamtanzahl an Geschäften mit dem entsprechenden Finanzinstrument, die in dem gleichen Zeitraum innerhalb der Union an einem beliebigen Handelsplatz oder OTC ausgeführt werden,

entspricht oder überschreitet“

„[...] **10 %** des Gesamtumsatzes, den die Wertpapierfirma mit diesem Finanzinstrument für eigene Rechnung oder im Namen der Kunden getätigt hat und der an einem Handelsplatz oder OTC getätigt wurde;“

„[...] **0,2 %** des Gesamtumsatzes, der mit diesem Finanzinstrument innerhalb der Union an einem Handelsplatz oder OTC getätigt wurde.“

*Tick-Größen Regime:* Wir plädieren dafür, dass systematische Internalisierer genau wie Regulierte Märkte und MTFs einem einheitlichen Tick-Größen Regime unterliegen (unabhängig von der Größe der Order), um einen fairen Wettbewerb sicherstellen zu können. Wir begrüßen daher den im Trilog zum Investment Firm Review verabschiedeten neu eingeführten Artikel 17a MiFIR und die Änderung von Art. 49 MiFID II.

#### Begründung:

Wir sind der Auffassung, dass der Gesetzgeber im Wertpapierhandel ein Level Playing Field mit gleichen Bedingungen für alle Ausführungsplätze schaffen sollte. Geringere regulatorische Anforderungen für bestimmte Ausführungsplätze führt zu einem unfairen Wettbewerb, bei dem auch Transparenz und Anlegerschutz leiden. Nötig ist ein ganzheitlicher Ansatz, um dem funktionierenden börslichen Ökosystem die gleichen Chancen einzuräumen. Die politische Zielsetzung, mehr Geschäfte an geregelten Börsen auszuführen – gleichbedeutend mit weniger Ausführungen im weniger transparenten bilateralen Handel – muss stärker in den Vordergrund gerückt werden. Dann können Börsen Investoren zusammenbringen und so die Finanzierung von Wachstum und Innovation unterstützen.

Die aktuelle Situation in Europa widerspricht dem skizzierten Leitbild. Zwar hat MiFID Wettbewerb zwischen einer Vielzahl von Ausführungsplätzen bei sinkenden Transaktionskosten ermöglicht, allerdings auf Kosten eines transparenten, effizienten Preisbildungsprozesses. Der Marktanteil weniger transparenter bilateraler Plattformen, d.h. von systematischen Internalisierern (SI) ist unter MiFID II gestiegen, während der Anteil auf transparenten Plattformen nur geringfügig gestiegen ist. Ein wesentlicher Faktor sind Regulierungslücken, wie z.B. fehlende Tick Size Regelungen für bilaterale Plattformen im Handel mit Aktien und aktienähnlichen Finanzinstrumenten.

Gemäß Artikel 49 MiFID II unterliegen derzeit nur Regulierte Märkte und MTFs einem einheitlichen Tick Size Regime, während dies für systematische Internalisierer nicht gilt. Wir begrüßen daher die Einigung zwischen der EU Kommission, Europäischem Parlament und dem Rat auf eine europaweite Vereinheitlichung von Tick Sizes für alle Formen von Ausführungsplätzen (mit der Einschränkung, dass für large in scale Orders zum Midpoint ausge-

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

führt werden darf<sup>5</sup>), da dies zur einer Angleichung der Wettbewerbsbedingungen zwischen Regulierten Märkten, MTFs und systematischen Internalisierern beiträgt und die Funktionsweise des Kapitalmarktes insgesamt verbessert. Wir begrüßen daher den im Trilog verabschiedeten neu eingeführten Artikel 17a MiFIR und die Änderung von Art. 49 MiFID II. Mit diesen Änderungen ist nach unserer Auffassung die Änderung von RTS 1, dass systematische Internalisierer nur für eine Order bis zur Standardmarktgröße dem Tick Size System folgen müssen, überflüssig. Wir empfehlen daher, die derzeit laufenden Arbeiten auf europäischer Ebene einzustellen.

Darüber hinaus halten wir weitere Änderungen für geboten, um bestehende Vorteile von Systematischen Internalisierern zu korrigieren, die aus unserer Sicht nicht gerechtfertigt sind und die Ziele der MiFID II unterlaufen. Wir unterbreiten hierzu nachstehende einige Vorschläge.

In Erwägungsgrund 10 der MiFIR wird erläutert, dass der gesamte organisierte Handel an regulierten Handelsplätzen stattfinden und sowohl in der Vorhandels- als auch Nachhandelsphase vollkommen transparent sein muss. So wird erklärt, dass es auf austarierete Transparenzanforderungen für alle Arten von Handelsplätzen und für alle dort gehandelten Finanzinstrumente ankommt. Allerdings erscheint uns, dass die Transparenzanforderungen für systematische Internalisierer unangemessen gering gestaltet sind. So muss eine Kursofferte nur 10% der Standardmarktgröße einer Aktie entsprechen. Bei einer typischerweise hochliquiden Aktie bedeutet dies, dass der systematische Internalisierer nur 1.000 EUR auf der Kauf- und Verkaufsseite einstellen muss (in MiFID I waren dies bei einer Standardmarktgröße von 7.500 EUR) 750 EUR pro Seite. Die Standardmarktgrößen sind in Anhang II der Tabelle 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/587 der Kommission vom 14. Juli 2016 festgelegt. Im Unterschied zu MiFID I sind sie nur minimal nach oben adjustiert worden und spiegeln damit aber nicht die aktuellen Marktgegebenheiten wieder.<sup>6</sup> So schlagen wir hier zur Erhöhung und Stärkung der Transparenz vor, dass die verbindlichen Kursofferten mindestens 20% der Standardmarktgröße einer Aktie entsprechen sollte. Darüber hinaus empfehlen wir zusätzlich eine Erhöhung der Standardmarktgröße in allen Klassen in Höhe von 10.000 EUR.

Des Weiteren sind wir der Meinung, dass die von der EU Kommission festgelegten Schwellenwerte für die Einstufungskriterien als systematischer Internalisierer überarbeitet werden

---

<sup>5</sup> Letzteres gilt auch analog für Regulierte Märkte und MTFs.

<sup>6</sup> Die Standardmarktgröße wird auf Basis des durchschnittlichen Wertes der Geschäfte (AVT – average volume traded) in EUR berechnet. Der Großteil der liquiden Aktien in Deutschland fällt in Klasse 1 (<10.000 EUR). Die anderen Klassen sind von untergeordneter Bedeutung oder nicht relevant.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

sollten. Aus unsere Sicht sind die Schwellenwerte zu hoch angesetzt und damit nicht in Einklang mit dem Ziel der MiFID II, mehr Handel auf regulierte und transparente Marktplätze zu bringen. Recital 18 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 erklärt, dass die vorgegebene Obergrenzen auf einem angemessenen Niveau festgesetzt werden sollten, um sicherzustellen, dass der außerbörsliche Handel in einem solchen Umfang, der wesentliche Auswirkungen auf die Preisgestaltung hatte, innerhalb des Anwendungsbereichs liegt, während gleichzeitig ein außerbörslicher Handel ausgeschlossen wird, der so gering ist, dass es unverhältnismäßig wäre, die Einhaltung der Pflicht zur Erfüllung der für systematische Internalisierer geltenden Anforderungen zu verlangen.

Daher empfehlen wir eine Anpassung des Artikel 12 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016, konkret:

- die Obergrenze für die Zahl der OTC-Geschäfte, die von der Wertpapierfirma im Rahmen der Ausführung von Kundenaufträgen für eigenen Rechnung abgeschlossen werden von 0,4% auf 0,2% zu senken
- die Obergrenze für den Gesamtumsatz, den die Wertpapierfirma mit diesem Finanzinstrument für eigene Rechnung oder im Namen der Kunden getätigt hat und der an einem Handelsplatz oder OTC getätigt wurde von 15% auf 10% zu reduzieren sowie
- den Gesamtumsatz, der mit diesem Finanzinstrument innerhalb der Union an einem Handelsplatz oder OTC getätigt wurde von 0,4% auf 0,2% zu reduzieren.

## **8. Regulatorische Rahmenbedingungen zum KMU-Wachstumsmarkt (Art. 33 MiFID II)**

### DBG Position

Um als KMU-Wachstumsmarkt registriert zu werden, müssen mindestens 50 % der Emittenten innerhalb des zu registrierenden Instrumentes KMU sein. Die DBAG ist jedoch der Ansicht, dass die Definition eines KMU aktualisiert und auf aktuelle Gegebenheiten angepasst werden müsste.

Definition KMU für Emittenten, die Eigenkapitalinstrumente begeben:

Zwar ist die Marktkapitalisierung ein geeignetes Kriterium zur Qualifizierung eines KMU, das Eigenkapitalinstrumente begeben. Allerdings ist der in der MiFID II und der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 verankerte Schwellenwert hierfür deutlich zu niedrig angesetzt. Eine Anhebung auf 500 Mio. EUR Marktkapitalisierung ist wünschenswert.

Definition KMU für Emittenten, die Fremdkapitalinstrumente begeben:

Die Kriterien der Gesamtbilanz sowie das des Jahresnettoumsatzes sind ungeeignet, um für

die Qualifizierung von KMU, die Fremdkapitalinstrumente begeben, herangezogen zu werden. Stattdessen sollte auf das platzierte Gesamtvolumen innerhalb eines Jahres abgestellt werden. Der hier zu bestimmende Grenzwert sollte darauf abgestimmt sein, ob das platzierte Emissionsvolumen auf allen europäischen Handelsplätzen zusammengerechnet (dann mindestens 150 Mio. EUR) oder jeweils auf einen einzelnen Handelsplatz abgestellt wird (dann mindestens 50 Mio. EUR).

Des Weiteren existieren derzeit (noch) zu wenige Erleichterungen für Emittenten, die an das Merkmal eines KMU-Wachstumsmarktes knüpfen. Gleichzeitig sind die Anforderungen und Voraussetzungen, die der Handelsplatz für die Registrierung erfüllen muss, disproportional hoch. Dementsprechend fehlt der Anreiz für Handelsplätze, eine derartige Registrierung voranzutreiben.

### Begründung

Die Registrierung eines KMU-Wachstumsmarktes hängt unter anderem davon ab, dass mindestens 50 % der Emittenten unter die KMU-Definition fallen. Die derzeitige KMU-Definition findet sich für (i) Emittenten, die Eigenkapitalinstrumente begeben, in § 2 Absatz 10 BörsG i. V. m. Art. 77 Absatz 1 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 (durchschnittliche Marktkapitalisierung < 200 Mio. EUR) und für (ii) Emittenten, die Fremdkapitalinstrumente begeben in § 2 Absatz 10 BörsG i. V. m. Art. 77 Absatz 2 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 (2 aus 3: Beschäftigtenzahl < 250, Jahresnettoumsatz < 50 Mio. EUR, Gesamtbilanzsumme < 43 Mio. EUR). Die Definitionen basieren auf Art. 4 Nr. 13 MiFID II und der von der EU-Kommission angenommenen Empfehlung 2003/361/EG.

### **Kritik bzgl. der Definition KMU für Emittenten, die Eigenkapitalinstrumente begeben:**

Zwar ist die Marktkapitalisierung ein geeignetes Kriterium zur Qualifizierung eines KMU, das Eigenkapitalinstrumente begeben. Allerdings ist der in der MiFID II und der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 verankerte Schwellenwert hierfür deutlich zu niedrig angesetzt. Der Schwellenwert fokussiert hauptsächlich kleine Unternehmen und lässt mittlere Unternehmen außen vor. Der Schwellenwert sollte daher auf 500 Mio. EUR Marktkapitalisierung angehoben werden.

### **Kritik bzgl. der Definition KMU für Emittenten, die Fremdkapitalinstrumente begeben:**

KMU haben i. d. R. einen Jahresnettoumsatz zwischen 19 und 400 Mio. EUR sowie ein platziertes Mindestvolumen pro Emission von rund 20 Mio. EUR. Einerseits gelten Emissionen mit Emissionsvolumina unter 20 Mio. EUR oftmals als nicht profitabel (sowohl für Emittenten als auch für Investoren), andererseits haben höhere Emissionen über 20 Mio. EUR großen Einfluss auf die Gesamtbilanzsumme eines KMU. Das Kriterium der Gesamtbilanz

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

sowie das des Jahresnettoumsatzes erscheinen daher ungeeignet, um für die Qualifizierung von KMU, die Fremdkapitalinstrumente begeben, herangezogen zu werden. Stattdessen sollte auf das platzierte Gesamtvolumen innerhalb eines Jahres abgestellt werden. Der hier zu bestimmende Grenzwert sollte darauf abgestimmt sein, ob das platzierte Emissionsvolumen auf allen europäischen Handelsplätzen zusammengerechnet (dann mindestens 150 Mio. EUR) oder jeweils auf einen einzelnen Handelsplatz abgestellt wird (dann mindestens 50 Mio. EUR).

Des Weiteren sind derzeit lediglich zwei regulatorische Erleichterungen an einen KMU-Wachstumsmarkt geknüpft (Art. 17 Absatz 9 MAR: erleichterte Veröffentlichung von Insiderinformationen, Art. 18 Absatz 6 MAR: selektive Befreiung von der Pflicht zur Erstellung von Insiderlisten). Dies könnte Handelsplätze davon abhalten, eine Registrierung voranzutreiben, da die relativ hohen Hürden und Voraussetzungen einer Registrierung den bisher nur geringen Nutzen, den Emittenten aus einer Registrierung ziehen würden, überwiegen könnten. Um zu verhindern, dass dieses Ungleichgewicht zugunsten einer Nichtregistrierung ausschlägt, sollten weitere regulatorische Erleichterungen auf den Weg gebracht werden, die explizit an das Merkmal des KMU-Wachstumsmärkte knüpfen und dort gelistete Emittenten spürbar erleichtern.

## 9. Auswirkungen von MiFID II auf die Verfügbarkeit von Research

### DBG Position

**Wir befürchten, dass die neuen Vorgaben der MiFID II für Research-Dienstleistung kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) der Zugang und die Existenz am Kapitalmarkt erschweren.** Die Regelungen erhöhen die Kosten und den Verwaltungsaufwand beim Going and Being Public für KMU und laufen damit dem Ziel der Kapitalmarktunion zuwider, günstige regulatorische Rahmenbedingungen insbesondere für die europäischen Wachstumsmärkte zu schaffen. Wir haben auf diese Bedenken schon in einem gemeinsamen Papier<sup>7</sup> mit BVI, DAI, DIRK, DVFA hingewiesen.

Auch wenn eine systematische Auswertung bislang nicht erfolgt ist, gibt es doch Hinweise darauf, dass insbesondere kleine und mittlere Unternehmen von einem Rückgang ihrer Research-Abdeckung betroffen sind.<sup>8</sup> **Wir begrüßen daher, dass die Auswirkungen dieser Regelungen im Rahmen einer Auswirkungsstudie genauer analysiert werden.**

<sup>7</sup> [https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/MiFID\\_II/Market\\_Trends\\_MiFID\\_II\\_und\\_Research.pdf](https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/MiFID_II/Market_Trends_MiFID_II_und_Research.pdf)

<sup>8</sup> CFA Institute 'MiFID II One year on' (2019) for the drawbacks with the MiFID II regime for investment research



## Begründung

Research-Dienstleistungen sind essentiell für die Beziehung zwischen Anbietern, Emittenten und Investoren, da sie für Vergleichbarkeit, Visibilität und Transparenz sorgen und somit unverzichtbar für die Liquidität und Stabilität der Kapitalmärkte sind.

Bisher war es üblich, dass Banken, Vermögensverwalter und Fondsgesellschaften Research-Dienstleistungen in Verbindung mit dem Brokerage der entsprechenden Wertpapiere bereitstellen. Bezahlt wurden diese Research-Dienstleistungen aus dem Kunden- oder Fondsvermögen. Die Kosten für Research-Dienstleistungen waren also in den Kosten für die Ausführung der Wertpapierorder enthalten (sog. Dealing Commissions). Mit den neuen regulatorischen Vorgaben gemäß MiFID II müssen Vermögensverwalter Research-Dienstleistungen entweder aus eigenen Mitteln oder aus einem sog. Analysekonto (Research Payment Account, RPA), das durch Kundengelder gespeist wird, zahlen. Die Entgelte der Banken dürfen dann nur noch die Kosten für die Ausführung von Wertpapiertransaktionen, nicht aber weitere Dienstleistungen umfassen. Research-Dienstleistungen sind für den Investor folglich kostenpflichtig, da sie von Banken separat ausgewiesen werden müssen. Sie unterliegen damit künftig dem Mechanismus von Angebot und Nachfrage. Investoren werden nun stärker auswählen, für welche Unternehmen sie weiterhin Research von den Brokern beziehen – und bezahlen – werden. Gleichzeitig wird die Zahl der Analysten, die ein Unternehmen betreuen, voraussichtlich sinken. Dies hat insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen negative Auswirkungen:

Wurden kleinere und mittlere Unternehmen bereits in der Vergangenheit nur spärlich von Analysten beobachtet und von Brokern abgedeckt, so ist zu befürchten, dass diese Coverage künftig mangels Investoreninteresse gänzlich ausfallen wird. Die Investoren werden voraussichtlich noch deutlich selektiver im Hinblick auf den Bezug von nun kostenpflichtigem Research für kleinere und mittlere Unternehmen vorgehen. Um nicht Gefahr zu laufen, von Investoren nicht mehr wahrgenommen zu werden, müssen diese Unternehmen selbst für ihr Research aufkommen. Dies erhöht den Verwaltungs- und Kostenaufwand bei kleinen und mittleren Unternehmen und stellt diesen zusätzliche Hürden für eine Finanzierung über den Kapitalmarkt in den Weg.

Gegenteilig entwickelt sich dies bei größeren börsennotierten Unternehmen. Zwar wird auch hier die Zahl der von Brokern zur Verfügung gestellten Research-Dienstleistungen sinken. Gleichzeitig ist aber nicht zu erwarten, dass die diesbezügliche Nachfrage sinkt, so dass auch auf Investorenmehrheit Research-Aktivitäten zunehmen werden. Hierdurch wird lediglich der Wettbewerb unter den Anbietern angekurbelt, so dass sich die Qualität der Research-Dienstleistungen verbessern wird („less is more“). Negative Auswirkungen sind bei größeren Unternehmen daher nicht zu erwarten.

Die neuen Regelungen belasten also insbesondere die europäischen Wachstumsmärkte, die kleineren und mittleren Unternehmen eigentlich einen erleichterten Zugang zum Kapitalmarkt aufzeigen sollten. Zur Vermeidung disproportionaler Benachteiligung einzelner Kapitalmarktteilnehmer sollten im Vorfeld daher Analysen durchgeführt werden, die zukünftige Entwicklungen und Auswirkungen erkennen und die Möglichkeit eröffnen, ggf. Anpassungen vorzunehmen.

## **B. Transparenz und Reporting**

### **1. Meldung von Vor- und Nachhandelsdaten sowie Referenzdaten**

#### DBG Position

Wir regen an, den Grundsatz zur Bereitstellung von Referenzdaten nur durch Handelsplätze und Systematische Internalisierer gemäß Art. 27 Absatz 1 MiFIR zu erweitern, um eine zentrale Bereitstellung von systemkritischen Referenzdaten durch die ESMA zu ermöglichen und die Datenqualität in FITRS und FIRDS zu erhöhen.

Konkret schlagen wir zu diesem Zweck folgende Ergänzung des Artikel 27 Absatz 1 MiFIR vor: „...Die identifizierenden Referenzdaten sind zur Vorlage bei der zuständigen Behörde in einem elektronischen und standardisierten Format zusammenzustellen, bevor der Handel in diesem betreffenden Finanzinstrument beginnt. Die Referenzdaten eines Finanzinstruments werden immer dann aktualisiert, wenn Änderungen der Daten bezüglich eines Finanzinstruments auftreten. Diese Mitteilungen sind von den zuständigen Behörden unverzüglich an die ESMA zu übermitteln, die sie – **nach Konsolidierung und ggf. Ergänzung** – umgehend auf ihrer Webseite veröffentlicht. Die ESMA gewährt den zuständigen Behörden Zugang zu diesen Referenzdaten.“

#### Begründung

Der EU-Gesetzgeber hat mit MiFiD II/MiFIR ein äußerst umfangreiches und komplexes System für die Meldung von Vor- und Nachhandelsdaten sowie Referenzdaten etabliert, die die Voraussetzung für wesentliche Vorschriften im Bereich der Liquiditätsfeststellung, der Transparenzregeln oder der Zuständigkeit der zuständigen Aufsichtsbehörden sind. Zugleich schaffen die neuen Datenbanken die Grundlage für die Analyse von Marktaktivitäten und Auswirkungen geplanter oder schon erfolgter regulatorischer Eingriffe in das Marktgesche-

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

hen. Die Datenqualität ist daher von wesentlicher Bedeutung für die Zielerreichung der MiFID II/MiFIR, aber auch anderer Regulierungen wie der Benchmark-Verordnung.

Allerdings entsprechen Datenqualität und Prozessabläufe auch mehr als ein Jahr nach Einführung der neuen ESMA-Datenbanken nicht den Erfordernissen an eine effiziente Dateninfrastruktur. Wir sind hierzu gemeinsam mit anderen Börsen im konstruktiven Dialog mit den Börsenaufsichtsbehörden und der BaFin, um die Datenqualität weiter zu verbessern, und bedanken uns an dieser Stelle für die Einbindung und insbesondere die pragmatische und lösungsorientierte Herangehensweise. Um das System allerdings dauerhaft zu verbessern, halten wir weitere Maßnahmen an verschiedenen Stellen für dringend erforderlich.

Wir appellieren in diesem Zusammenhang an ESMA, die erheblichen Defizite im eigenen Datenbankmodell zügig zu beheben und stellen hierzu gerne auch weiterhin unsere Expertise zur Verfügung. Auch wenn die Verantwortung für die Bereitstellung einer funktionsfähigen Datenbankinfrastruktur überwiegend im Bereich von ESMA liegt, halten wir einen Hinweis im Rahmen dieser Konsultation für angebracht, um das Bundesministerium der Finanzen von den dauerhaften Schwierigkeiten in Kenntnis zu setzen.

Wir halten darüber hinaus die Festlegung der National Vergabestellen (National Numbering Agency, NNA) für erforderlich, um die Datenqualität zu verbessern. Dies würde zudem für die beteiligten Handelsplätze und Aufsichtsbehörden den Aufwand, der aus der Korrektur fehlerhafter Datensätze entsteht, signifikant verringern.

Im Umfang der Referenzdatenlieferung für Finanzinstrumente nach RTS 23 befinden sich einige Datenfelder, deren Herkunft nicht bei den reportingpflichtigen Handelsplätzen liegt, sondern bei den jeweiligen Nationalen Vergabestellen. Insbesondere der CFI Code (RTS 23 Annex, Tabelle 3, Feld 3) zur Klassifizierung des Finanzinstrumentes ist hierbei von großer Bedeutung, da dessen Ausprägung eines der zentralen Steuerungselemente aller drei ESMA Systeme FIRDS, FITRS und DVCap darstellt<sup>9</sup>.

Aufgrund der derzeitigen Ausgestaltung der ESMA Reportingsysteme bestimmt der sogenannte „Relevant MIC“, also ein ausgewählter Handelsplatz, sämtliche instrumentenspezifischen

---

<sup>9</sup> In FIRDS werden über den CFI Code die inhaltlichen Feldstrukturen (Pflicht-, optionale und nicht anwendbare Felder) validiert, bzw. festgelegt, welche Instrumente überhaupt berichtet werden dürfen (siehe auch [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/firds\\_cfi\\_validations.xlsx.xlsx](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/firds_cfi_validations.xlsx.xlsx)). In FITRS dient der CFI Code der Ableitung des sog. MiFIR Identifier (siehe auch [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1523annex9.11\\_cfi-rts2\\_field\\_mapping.xlsx](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1523annex9.11_cfi-rts2_field_mapping.xlsx)), sowie der Bestimmung, ob das jeweiligen Finanzinstrument für die Berichtsgruppe der Aktien und aktienähnlichen, der nicht-Aktien und nicht aktienähnlichen oder überhaupt nicht für das Transparenzdatenreporting in Betracht kommt.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Feldbelegungen (ohne Felder 6, 8-12 nach RTS 23 Annex, Tabelle 3) innerhalb FIRDS und somit auch den für das Instrument geltenden CFI Code. Weicht nun der von FIRDS ausgewählte CFI Code des Relevant MIC von mindestens einem anderen reportingpflichtigen Handelsplatz ab, so entstehen nicht nur Konsistenzwarnungen, sondern ggf. Lücken im weiteren Transparenzreporting, da der Non-Relevant MIC Handelsplatz seine Berichte auf seinen CFI Code abgestimmt hat und somit eine anderen Berichtsgruppe wählt oder das Instrument überhaupt nicht berichtet.

Da die CFI Codes jeweils von den NNAs bezogen werden und diese leider zu unterschiedlichen Ergebnissen bei der Bestimmung kommen können, werden im Zweifelsfall von der ESMA die Daten der Dachorganisation ANNA (Association of National Numbering Agencies, <https://www.annaservice.com>) herangezogen und somit der CFI Code bestimmt. Dies ist soweit bemerkenswert, dass dies nur manuell geschieht und nicht automatisch. Es würden erhebliche Kosten bei den Aufsichtsbehörden und Handelsplätzen eingespart werden, wenn die Daten der ANNA direkt in die tägliche Veröffentlichung von FIRDS einfließen würden: Anstelle der Sammlung von hunderten unterschiedlichen Ausprägungen eines Feldes eines Finanzinstrumentes, der ressourcenaufwändigen Konsolidierung, sowie der manuelle Beseitigung der negativen Auswirkungen im Folgereporting (FITRS, Double Volume Cap), würde eine zentrale Bereitstellung des CFI Codes aus der von ESMA ausgewählten „Golden Source“ die Datenqualität extrem steigern und die Komplexität reduzieren.

## 2. Genehmigung von Waiver-Anträgen

### DBG Position

Wir schlagen eine Verbesserung der Genehmigungsverfahren, insbesondere im Hinblick auf Transparenz vor. Wir empfehlen, dass die ESMA ein Dokument analog „Waivers from pre-trade transparency - CESR positions and ESMA opinions“ welches bereits unter MiFID I existierte, hierzu erstellt, um Klarheit für den Markt zu schaffen.

### Begründung

Die Genehmigung von Ausnahmen von der Vorhandelstransparenz für Funktionalitäten von Handelsplätzen ist aktuell intransparent, insbesondere für andere Handelsplätze. Ein Abgleich eigener Funktionalitäten und Genehmigungen gegen andere Handelsplätze ist nicht möglich, was einem „Level Playing Field“ entgegensteht.

Daher schlägt die Deutsche Börse vor, dass ESMA ihre Einschätzungen transparent macht. Ein Dokument analog „Waivers from pre-trade transparency - CESR positions and ESMA

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

opinions“ unter MiFID I wäre hier hilfreich. In diesem werden die Funktionalitäten, für die Ausnahmen beantragt wurden, ohne Nennung des jeweiligen Handelsplatzes beschrieben und ESMA's Erwägungsgründe für eine positive oder negative Einschätzung aufgezeigt.

### 3. Überarbeitung des Double Volume Cap Mechanismus (Art. 5 MiFIR)

#### DBG Position

*Mechanismus zur Begrenzung des Volumens:* Wir plädieren kurz- bis mittelfristig für eine Überprüfung der Schwellenwerte des Mechanismus zur Begrenzung des Volumens (Double Volume Cap). Langfristig macht es aus unserer Sicht Sinn zu überprüfen, inwieweit der Double Volume Cap Waiver sinnvoll erscheint.

#### Begründung

Wir plädieren kurz- bis mittelfristig für eine Überprüfung der Schwellenwerte des Mechanismus zur Begrenzung des Volumens (Double Volume Cap). Dies erscheint uns insbesondere vor dem Hintergrund des Brexits als notwendig. Daneben regen wir an, die Schwellenwerte nicht in Level 1, Artikel 5 MiFIR festzulegen, sondern dies in Level 2 zu tun. Grundsätzlich ist es sehr ungewöhnlich, diesen Detailgrad bereits in Level 1 festzulegen. Dies wird normalerweise in Level 2 oder Level 3 festgelegt und erleichtert nachträglich Anpassungen wesentlich einfacher. Wir empfehlen daher eine Überarbeitung des Artikel 5 MiFIR, Absatz 1 (a) und (b) sowie den damit verbundenen Absätzen 5 und 6 sowie Absatz 9. Darüber ist eine Ergänzung in Level 2, Artikel 8 der Delegierte Verordnung (EU) 2017/577 der Kommission vom 13. Juni 2016 notwendig.

Langfristig macht es aus unserer Sicht aber Sinn zu überprüfen, inwieweit der Double Volume Cap Waiver sinnvoll erscheint. Mit Einführung der MiFID II hat der Markt alternative Wege gefunden. Sobald der Double Volume Cap für ein Instrument greift und dieses nicht länger unter dem Referenzpreiswaiver gehandelt werden kann, lässt sich u.a. ein Anstieg der Volumina in Frequent Batch Auctions erkennen. Als ESMA am 12. März 2018 bekannt gab, dass ein Teil der Instrumente aufgrund des Double Volume Caps die Schwellenwerte gerissen hatte, mussten 44 Instrumente des DAX, MDAX und SDAX vom Handel unter dem Referenzpreiswaiver und Negotiated Trade Waiver für insgesamt sechs Monate ausgesetzt werden. Wir konnten feststellen, dass die Volumina bei Frequent Batch Auctions zwischen April

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

und Mai 2018 um 75% anstiegen.<sup>10</sup> Insgesamt erhöhte sich der Anteil von Frequent Batch Auctions zwischen Februar 2018 und Mai 2018 für Instrumente, die aufgrund des DVC ausgesetzt waren, von 1,15% auf 4,3%. Für alle anderen Instrumente, die weiterhin auf Dark Venues gehandelt wurden, stieg der Anteil der Frequent Batch Auctions im gleichen Zeitraum nur moderat von 0,52% auf 1,41%. Unserer Ergebnisse werden auch von Rosenblatt Securities bestätigt. Demzufolge wird der Handel wieder auf Dark Venues zurückverlagert, sobald die Aussetzung gemäß Double Volume Cap sechs Monate später aufgehoben wurde. So war der Anteil auf Dark Venues für die betroffene Instrumente 2,16% im August 2018 und stieg, nachdem die Caps aufgehoben wurden, wieder auf 5,13% an. Im gleichen Zeitraum sank der Anteil der Instrumente in Frequent Batch Auctions, die vom DVC betroffen waren von 2,16% auf 1,17%.<sup>11</sup>

Wir empfehlen daher eine dezidierte Analyse für alle EU Märkte, inwieweit es aufgrund des Double Volume Caps nur zu einer Verlagerung des Handels auf alternative Formen wie z.B. Periodic Auctions gibt, und ob daher der Double Volume Cap seinem eigentlichen Zwecke noch dient.

#### **4. Einbeziehung von Drittlandfirmen in das Transaktionsmeldewesen (Art. 26.5 MiFIR)**

##### DBG Position

Wir halten die Regelung des Art. 26 Absatz 5 MiFIR für grundsätzlich überarbeitungsbedürftig und regen an, eine direkte Anwendung der Meldepflicht auf alle Drittlandfirmen und Akteure, die nicht der MiFIR unterliegen, zu prüfen. Dieser Vorschlag würde nach unserer Auffassung die Meldepflichten für Drittlandfirmen signifikant vereinfachen und für gleiche Rahmenbedingungen für alle (Wertpapier-)firmen innerhalb der EU sorgen. Zugleich wäre der Vorschlag geeignet, dem gesetzlichen Regelungszweck gerecht zu werden, den Aufsichtsbehörden alle zur Durchführung ihrer aufsichtlichen Pflichten erforderlichen Daten zur Verfügung zu stellen. Des Weiteren regen wir an, auf Personendaten wie Personalausweisnummer aus dem Drittland zu verzichten, insofern die Weitergabe solcher Datenfelder gegen eine Datenschutzverordnung im Drittland verstoßen würde.

---

<sup>10</sup> Die untersuchten Frequent Batch Auctions enthalten: Aquis auction on demand, Cboe Periodic Auctions, ITG POSIT Auction, Nasdaq Auction on Demand, Turquoise Lit Auctions, Instinet Blockmatch Auction MTF und UBS MTF Auction.

<sup>11</sup> Rosenblatt Securities Inc., MiFID II dark caps: no light at the end of the tunnel, Trading Talk Market Structure Analysis, 19 November 2018.

## Begründung

Gemäß Art. 26 MiFIR müssen Wertpapierfirmen Einzelheiten zu getätigten Geschäften mit Finanzinstrumenten bis spätestens Ende des folgenden Arbeitstages an die für sie relevante Aufsicht liefern. In Art. 26 Absatz 5 MiFIR wird näher spezifiziert, dass der Betreiber eines Handelsplatzes die Meldepflicht für die Handelsteilnehmer an seiner Plattform übernimmt, die aus einem Drittstaat kommen, sowie diejenigen, die nicht der MiFIR unterliegen. Die Handelsplattform meldet die Transaktionen an die Aufsicht in Ihrem Land.

**Wir halten diese Regelung für grundsätzlich überarbeitungsbedürftig und regen an, eine direkte Anwendung der Meldepflicht für alle Drittlandfirmen zu prüfen.** Die im Zuge der Investment Firm Regulation beschlossene Überarbeitung des MiFIR Äquivalenz-Regimes halten wir für einen Schritt in die richtige Richtung, da der EU Kommission im Rahmen ihrer Äquivalenzprüfung die Kompetenz eingeräumt wird, eine direkte Meldepflicht für Drittlandfirmen einzuführen, sofern die gemäß Art. 26 MiFIR erforderlichen Informationen nicht über eine entsprechende Vereinbarung zwischen den jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden zur Verfügung gestellt werden. Die Regelung geht aus unserer Perspektive allerdings nicht weit genug und kann dem Regelungszweck der MiFIR nur teilweise gerecht werden. Sie vermag nach unserem Verständnis nur solchen Firmen die Pflicht zur Mitwirkung an der Übermittlung vollständiger und korrekter Transaktionsmeldungen aufzuerlegen, die aus einem Drittstaat stammen, für den die EU Kommission eine entsprechende Äquivalenzprüfung vornimmt; nicht aber für solche, bei denen eine Entscheidung nicht vorliegt. Zudem kommen die Änderungen erst 18 Monate nach Veröffentlichung zur Anwendung, d.h. nach unserer Einschätzung vermutlich erst ab Ende 2020.

Wir regen daher zur Prüfung an, die vorgesehene und grundsätzlich sinnvolle Verknüpfung von Äquivalenzentscheidung und Meldepflicht dahingehend zu modifizieren, dass die Pflicht für alle Drittlandfirmen gilt, unabhängig davon ob sie im Wege einer Äquivalenzprüfung oder einer mitgliedstaatlichen Entscheidung innerhalb der EU tätig sind. Im Übrigen regen wir zudem an, dass die Meldepflicht analog für die Institute, die nicht der MiFIR unterliegen (z.B. Bundesbank) auf diese übertragen wird.

Dieser Vorschlag würde nach unserer Auffassung die Meldepflichten für Drittlandfirmen signifikant vereinfachen und für gleiche Rahmenbedingungen für alle (Wertpapier-)firmen innerhalb der EU sorgen. Zugleich wäre der Vorschlag geeignet, dem gesetzlichen Regelungszweck gerecht zu werden, den Aufsichtsbehörden alle zur Durchführung ihrer aufsichtlichen Pflichten erforderlichen Daten zur Verfügung zu stellen. Es wäre in diesem Zusammenhang auch zu prüfen, wie im Rahmen von Abkommen die rechtlich bindenden Voraussetzungen für den Datenaustausch zu schaffen sind. Die Möglichkeit des Datenaustauschs zwischen Aufsichtsbehörden im Rahmen eines Memorandum of Understanding ist auch mit der Über-

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

arbeitung des MiFIR Äquivalenz-Regimes vorgesehen. Diese Vereinbarungen sind nach unserer Auffassung auch dazu geeignet, das Problem fehlender Datenfelder in Transaktionsmeldungen von Drittlandfirmen und damit das Risiko der Zurückweisung nicht-vollständiger und/oder korrekter Datenmeldungen zu adressieren, das wir nachfolgend darlegen.

In der praktischen Anwendung beobachten wir zudem fortgesetzte Schwierigkeiten bei der Erstellung von Meldesätzen, die den gesetzlichen Anforderungen genügen, da Transaktionsmeldungen auch Daten beinhalten, die nur von der jeweiligen Firma selbst bereitgestellt werden können. Der Betreiber eines Handelsplatzes kann seinen Verpflichtungen aber nur dann nachkommen, wenn die jeweilige Firma/das jeweilige Institut diese Daten auch liefert. Dies gestaltet sich insbesondere dann schwierig, wenn eine Drittstaatenfirma aufgrund eigener Vorschriften im Drittstaat nicht befugt ist, die erforderlichen Daten (häufig personenbezogene Daten) an einen Betreiber weiterzugeben. Eine Mitwirkungspflicht seitens der Drittlandfirma oder eine Befugnis des Handelsplatzbetreibers, der Drittlandfirma die Übermittlung aller erforderlichen Daten aufzuerlegen, besteht allerdings nicht. Wir halten dies für eine Regelungslücke, die es Handelsplätzen signifikant erschwert, ihren gesetzlichen Verpflichtungen nachzukommen und ungerechtfertigte Haftungsrisiken mit sich bringt. Zudem führen diese Hindernisse bei der Übermittlung vollständiger und korrekter Transaktionsmitteilungen für Drittlandfirmen aus unserer Sicht dazu, dass aus aufsichtlicher Perspektive wesentliche Informationen über die Geschäftstätigkeit von Firmen aus Drittstaaten nicht zur Verfügung stehen.

## **5. Positionslimits und Positionsreporting**

### DBG Position

Nach Auffassung der DBAG hat das Positionslimitssystem der MiFID II bisher für eine Reihe Benchmark-Verträge in angemessener Weise funktioniert. Doch gerade hoch entwickelte Märkte zeichnen sich durch eine Vielzahl unterschiedlicher Arten aktiver Handelsunternehmen und insgesamt durch ein hohes Maß an Open Interest aus. Für die Entwicklung neuer Produkte und das weitere Wachstum der bestehenden Märkte für illiquide Warentermingeschäfte hat sich das Positionslimitssystem jedoch als erhebliche Hürde erwiesen. Besonders schnell wachsende Märkte leiden unter (1) einem zunehmend restriktiveren Limit, während der Open Interest weiter zunimmt, (2) einer unflexiblen Handhabung im Hinblick auf ihre Kategorisierung im Rahmen des Positionslimits und (3) einer unzutreffenden Auffassung über die zugrundeliegenden physischen Märkte.

Um die benannten Herausforderungen zu meistern, empfiehlt die DBAG, die Positionslimits für neue und weniger liquide Verträge für eine Übergangsphase auszusetzen, damit diese sich perspektivisch entwickeln können. Im Rahmen der MiFID II würde dies bedeuten, dass



die Limits für Kontrakte von Waretermingeschäften so lange ausgesetzt werden, bis der betreffende Open Interest 20.000 Lots übersteigt. Ein solcher Ansatz würde für die notwendige Flexibilität sorgen, damit schnell wachsende Märkte florieren können und die Entwicklung neuer Produkte nicht durch unverhältnismäßig niedrige Positionslimits eingeschränkt wird.

Sollte eine solche Änderung nicht sofort umsetzbar sein, empfiehlt die DBAG zumindest eine Anpassung der aktuellen Rückstellungen, um deren nachteilige Auswirkung auf die Entwicklung der Märkte für Waretermingeschäfte abzuschwächen. Die DBAG schlägt deshalb vor, das derzeitige *de minimis*-Limit für illiquide Märkte auf 5.000 Lots anzuheben, um den Charakter schnell wachsender Märkte besser zu berücksichtigen. Ein solcher Ansatz würde sicherstellen, dass (1) die Entwicklung von Verträgen nicht durch ein zu restriktives Limit eingeschränkt wird, sobald sich der Open Interest dem oberen Bereich von 10.0000 Lots in der Kategorie illiquider Märkte nähert und (2) der Rahmen weniger von der unangemessen hohen Flexibilität abhängig ist, die von den national zuständigen Behörden (NCAs) gefordert wird, um Märkte neu zu klassifizieren und geltende Limits nahezu in Echtzeit neu zu kalibrieren. Bei Verträgen zwischen 10.000 und 20.000 Lots oder "weniger liquiden Kontrakten" empfiehlt die DBAG, die derzeitige Ausnahmeregelung für ein Positionslimit von bis zu 40% in einen Ausfallansatz umzuwandeln, der ggf. Ausnahmen berücksichtigt bzw. zulässt und auf 50 % erhöht wird. Des Weiteren empfiehlt die DBAG, den NCAs ausdrücklich zu gestatten, ihre Berechnung auf das erwartete Wachstum von Open Interest stützen zu dürfen.

### Begründung

Art. 57 MiFID II führte Positionslimits bezüglich der Größe einer Nettoposition ein, die eine Person jederzeit in, auf Handelsplätzen gehandelten Waretermingeschäften und wirtschaftlich gleichwertigen OTC-Kontrakten halten kann. Gemäß der Durchführungsverordnung 2017/591 („RTS 21“) werden diese Grenzwerte als Prozentsatz des auf dem zugrundeliegenden physischen Markt verfügbaren, d.h. lieferbaren, Angebots in Bezug auf Spot-Monatsverträge und als Prozentsatz der offenen Positionen in Bezug auf auslaufende Kontrakte festgelegt.

Darüber hinaus wird durch Art. 15 des RTS 21 eine spezielle Regelung für neue und illiquide Verträge eingeführt, wonach für alle Monaten, in denen die Kontrakte 10.000 Lots im Open Interest nicht übersteigen, ein Limit von 2.500 Lots festgelegt ist. Darüber hinaus sind für Kontrakte zwischen 10.000 und 20.000 Lots Open Interest im Spotmonat eine höhere

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

prozentuale Obergrenze von bis zu 40% des Deliverable Angebots und in den anderen Monaten Open Interests zulässig.

Die DBAG ist seit langem der Ansicht, dass sich ein proportionales und effizientes Positionslimitssystem auf eine begrenzte Anzahl von Benchmark-Kontrakten konzentrieren sollte, ähnlich dem System in den USA. Dies würde Marktmissbrauch und übermäßige Spekulation verhindern, die die globalen Einzelhandelspreise negativ beeinflussen können; gleichzeitig würde dies die Entwicklung neu aufkommender Produkte nicht erschweren. Um Market Squeezes zu vermeiden, würde es außerdem ausreichen, Limits für den Zeitraum kurz vor einem jeweiligen Ablauf festzulegen, anstatt die gesamte Laufzeitkurve zu erfassen. Auch hier ist die DBAG überzeugt, dass ein ähnlicher Ansatz wie der des US-Positionslimitssystems zu empfehlen ist.

### *Bisherige Erfahrungen mit dem Positionslimitssystem der MiFID II*

Nach Auffassung der DBAG hat das Positionslimitssystem der MiFID II bisher in angemessener Weise für eine Reihe ausgewählter Benchmark-Verträge gut funktioniert. Hoch entwickelte Märkte zeichnen sich durch eine Vielzahl unterschiedlicher Arten aktiver Handelsunternehmen und insgesamt durch ein hohes Maß an Open Interest aus. Für die Entwicklung neuer Produkte und das weitere Wachstum der bestehenden Märkte für illiquide Waretermingeschäfte hat sich das Positionslimitssystem jedoch als eine erhebliche Hürde herausgestellt. Vor allem schnell wachsende Märkte leiden unter (1) einem zunehmend restriktiven Limit, während der Open Interest weiter zunimmt, (2) einer unflexiblen Handhabung im Hinblick auf ihre Kategorisierung im Rahmen des Positionslimits und (3) einer unzutreffenden Auffassung über die zugrundeliegenden physischen Märkte.

#### **(1) Zunehmend einschränkendes Standardlimit**

Kontrakte, die im Rahmen des Positionslimits als „illiquide“ eingestuft werden, erhalten ein standardisiertes Limit von 2.500 Lots und unterliegen somit einem sehr restriktiven Limit (ähnlich einem Basiswert von 25 Prozent des Open Interest), wenn der Open Interest nahe 10.000 Lots liegt. Infolgedessen sind die Marktteilnehmer gezwungen, ihre Positionen abzubauen, und der Open Interest kehrt auf ein niedrigeres Niveau zurück, wodurch der illiquide Status des Produkts final besiegelt wird.

Während die nationalen zuständigen Behörden („NCAs“) im Einklang mit den Q&A der ESMA zu „Commodity Derivative Topics“ theoretisch unterschiedliche Ausnahmeregelungen für illiquide Märkte mit einem Open Interest zwischen 5.000 und 10.000 Lots verwenden können, sind diese in der Praxis nur eingeschränkt sinnvoll anwendbar und reichen oftmals

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

nicht aus, um die negativen Auswirkungen von unverhältnismäßig niedrigen Positionslimits abzumildern:

Jede Limiterhöhung im Rahmen der geltenden Ausnahmeregeln muss erheblich sein, um den Marktteilnehmer, die den Limits nahekommen, eine ausreichende Entlastung zu bieten und unangemessene Beschränkungen der Handelsaktivitäten auf schnell wachsenden Märkten zu verhindern. Die Erhöhung eines Positionslimits um beispielsweise 500 Lots wird nur einen sehr geringen Einfluss haben, sodass Marktteilnehmer, die den Limits nahekommen, in der Lage sind Lots im äquivalenten Wert von vier bis acht Kalendertagen zu handeln. Darüber hinaus neigen die national zuständigen Behörden („NCAs“) dazu die Ausnahmeregelung für solche Fälle vorzubehalten, in denen Börsen anderen Argumente vorbringen können, als dass ein Kontrakt illiquide ist und Raum zum Wachsen braucht. Obwohl dies eines der Hauptargumente für alle Kontrakte ist, die 10.000 Lots nahekommen.

Wenn das Positionslimit fast erreicht ist, werden sich die Marktteilnehmer vom Markt zurückziehen und oftmals zu einem anderen Handelsplatz außerhalb des Anwendungsbereichs der MiFID II wechseln. Den national zuständigen Behörden (NCAs) würde dann die Zeit fehlen, das Limit nach oben anzupassen. Bei neu eingeführten Kontrakten ist es darüber hinaus nicht ungewöhnlich, dass nur ein Teilnehmer auf der Kauf- oder Verkaufsseite des Marktes sitzt. In solchen Fällen reicht selbst ein Limit von fünfzig Prozent nicht aus, damit der Markt sich weiter entwickeln kann.

## **(2) Klassifizierung von Märkten und Neukalibrierung von Positionslimits**

Um ein funktionierendes System für Wachstumsmärkte zu schaffen und unter der Voraussetzung, dass die national zuständigen Behörden (NCAs) keine Positionslimits auf der Grundlage des zu erwarteten Wachstums des Open Interest festlegen können, müssen die national zuständigen Behörden (NCAs) in der Lage sein, zeitnah Aktualisierungen der Kategorisierung von Märkten zu verarbeiten und die anwendbaren Limits bei steigendem Open Interest im Markt neu anzupassen. Dies gilt insbesondere für Märkte, in denen der Open Interest in kurzer Zeit stark zunimmt. Märkte mit zunächst relativ niedrigem Open Interest können sich innerhalb von Monaten, Wochen oder sogar Tagen zu liquiden Märkten entwickeln. Damit ein Limit die Entwicklung schnell wachsender Märkte nicht behindert, ist folgendes zu beachten:

- Wachstum des Open Interest in einem bestimmten Markt erfordert eine rechtzeitige Neuklassifizierung dieses Marktes im Rahmen des Positionslimitssystems, damit das Positionslimit auf ein praktikables Niveau eingestellt werden kann, bevor es unnötig einschränkend wirkt. Die Anwendung von Verwaltungsakten zur Umsetzung oder Anpassung von Positionslimits, wie sie beispielsweise von einigen nationalen Umsetzungsgesetzen vorausgesetzt wird, behindert die Flexibilität, die die national zustän-

digen Behörden (NCAs) benötigen, um sich an das schnelle Tempo anzupassen, mit dem Kontrakte wachsen können.

- Es ist essentiell, dass die national zuständigen Behörden (NCAs) bei der Festlegung eines Positionslimits und der Einstufung eines Marktes einen, in Bezug auf den Zeitraum, angemessenen Ansatz für die Berechnung des Open Interest in einem Markt heranziehen. Wenn Sie nicht den richtigen Zeitrahmen betrachten, könnte dies relativ häufig dazu führen, dass die national zuständigen Behörden (NCAs) die festgelegten Limits ändern, da das neu festgelegte Limit mit nur einer begrenzten Anzahl von Transaktionen in einem schnell wachsenden Markt erreicht werden kann.
- In bestimmten Fällen, beispielsweise beim Übergang zu einem neuen Benchmark, wäre es sogar wünschenswert, dass die national zuständigen Behörden (NCAs) die Märkte kategorisieren und die Limits auf der Grundlage des zu erwarteten Wachstums des Open Interest bestimmen. Ein Beispiel ist die Aufteilung der deutschen Gebotszonen, die dazu führte, dass die EEX den deutsch-österreichischen Phelix-Benchmark-Stromkontrakt in einen deutschen und einen österreichischen Stromkontrakt aufgeteilt hat.

In der Praxis hat es sich für die national zuständigen Behörden (NCAs) als unmöglich erwiesen, die Märkte neu zu klassifizieren und die geltenden Limits so neu zu kalibrieren, dass negative Auswirkungen auf die Entwicklung schnell wachsender Märkte ausbleiben.

### **3) Ungenaue Reflektierung der zugrundeliegenden physischen Märkte**

Bei einigen Warentermingeschäften zeichnet sich der zugrundeliegende physische Markt zudem dadurch aus, dass eine effektive Absicherung nur durch den Handel mit einer bestimmten Anzahl von Lots erzielt werden kann. Eine solche Anzahl kann nicht gehandelt werden, ohne das Limit zu überschreiten. Unter den derzeitigen Regelungen der MiFID II kann das Limit jedoch nicht aufgrund des zu erwarteten Wachstums des Open Interest angehoben werden.

Bei dem Capesize 5TC handelt es sich beispielsweise um ein EEX Dry Freight Future, das sich derzeit bei 6.000 Lots Open Interest beim Clearinghaus ECC befindet und daher ein Positionslimit von 2.500 Lots hat. Ein Kontrakt spiegelt den Wert einer einzigen Tagesmiete für einen Capesize-Massengutfrachter wider, die hauptsächlich für den Transport von Eisen- und Kohle verwendet werden.

Auf mehrere Jahre in die Zukunft gerichtet zu handeln, stellt eine gängige Praxis auf dem Markt dar. Dies gilt insbesondere aktuell, da der Markt, im Zusammenhang mit der Einführung einer neuen Verordnung über die maximalen Schwefelgrenzwerte in Schiffskraftstoffen, die ab Januar 2020 gelten wird, einen erheblichen Anstieg der Preisvolatilität erwartet.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Sollte sich ein Schiffseigner oder -betreiber zu diesem Zeitpunkt für die Absicherung von Kursen entscheiden, um sein Risiko in Bezug auf die Marktveränderung zu reduzieren, könnte man verständnisvollerweise erwarten, dass er in dem verbleibenden Kalenderzeitraum 2019, das gesamte Kalenderjahr 2020 und möglicherweise auch das Kalenderjahr 2021 handelt. Ein solches Geschäft würde sich über 21 bis 33 Monate strecken. Da der Schiffseigner oder -betreiber seine Risikoorganisationen vollständig abdecken möchte, müsste er außerdem 30 Tage pro Monat Absicherungsgeschäfte tätigen.

Der Eigentümer auch nur einer kleinen Flotte von Schiffen, z.B. 5 Schiffe, wäre dazu nicht in der Lage, da selbst die Absicherung nur im verbleibenden Kalenderzeitraum 2019 und des gesamten Kalenderjahres 2020 dazu führen würde, dass das *de minimis*-Limit von 2.500 Lots überschritten wird:

19. April + Cal 20 = 21 Monate x 30 Tage pro Monat x 5 Schiffe = 3.150 Lots

19. April + Cal 20 + Cal 21 = 33 Monate x 30 Tage pro Monat x 5 Schiffe = 4.950 Lots

Größere Schiffseigner oder -betreiber oder solche, die sich weiter absichern möchten (Transaktionen, die sich über 5 Jahre erstrecken, sind nicht ungewöhnlich), sind noch stärker von Limits betroffen.

Die Weiterentwicklung dieses Kontrakts erfordert dynamische Änderungen des aktuellen Limits auf ein deutlich, den Open Interest antizipierendes, höheres Niveau. *Lösungsvorschläge für die beschriebenen Herausforderungen*

In Anbetracht der oben dargestellten negativen Auswirkungen des Positionslimitssystems der MiFID II auf das reibungslose Funktionieren und die Weiterentwicklung der Märkte für aufkommende Warentermingeschäfte sowie die Wettbewerbsposition der europäischen Handelsplätze ist die DBAG der Ansicht, dass diesbezügliche Änderungen dringend erforderlich sind.

### **Vorschlag 1: Temporäre Aussetzung der Positionslimits für Nischenmärkte für Warentermingeschäfte**

Die DBAG empfiehlt die Positionslimits für neue und weniger liquid Kontrakte für eine Übergangszeit auszusetzen, damit die Kontrakte sich entwickeln können. Im Rahmen der MiFID II würde dies bedeuten, dass die Limits für Warentermingeschäfte ausgesetzt werden bis ihr Open Interest 20.000 Lots übersteigt.

Ein solcher Ansatz würde die notwendige Flexibilität schaffen, um schnell wachsende Märkte florieren zu lassen, so dass die Entwicklung neuer Produkte nicht durch unverhältnismäßig niedrige Positionslimits eingeschränkt wird. Darüber hinaus wäre dieser Ansatz im Einklang mit der Zielsetzung der Richtlinie, die sich in RTS21 folgendermaßen ausdrückt:

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

„Positionslimits sollten keine Hindernisse für die Entwicklung neuer Warentermingeschäfte schaffen und sollten das angemessene Funktionieren des weniger liquiden Marktes für Warentermingeschäfte nicht verhindern.“

Gleichzeitig ist die DBAG der Ansicht, dass eine solche Änderung die übergeordnete Zielsetzung der MiFID II, das „Funktionieren und die Transparenz von Rohstoffmärkten zu verbessern und einer übermäßigen Volatilität der Rohstoffpreise entgegenzuwirken“, besser erfüllen würde. Neue und im Entstehen begriffene Produkte machen in der Regel einen geringen Anteil der Rohstoffmärkte aus. Darüber hinaus ist es unwahrscheinlich, dass diese Kontrakte sich so auf die Preisschwankungen in den zugrundeliegenden Rohstoffmärkten auswirken, dass Konsumenten negativ beeinflusst werden könnten. Die Aussetzung der Positionslimits für solche Kontrakte würde keine Gefahr für deren Transparenz und ihr Funktionieren darstellen. Vielmehr würde das Anziehen neuen Volumens an den Börsen zu einem transparenteren Handelsumfeld beitragen.

### **Vorschlag 2: Erhöhung des *de minimis*-Limits für neue und Nischenmärkte für Warentermingeschäfte**

Die DBAG ist der Ansicht, dass die Positionslimits für neue und weniger liquid Kontrakte vorübergehend ausgesetzt werden sollten, damit diese Kontrakte sich entwickeln können. Sollte eine solche Änderung aber nicht sofort möglich sein, empfiehlt die DBAG die aktuellen Rückstellungen dennoch anzupassen, um ihren negativen Einfluss auf die Märkte für Warentermingeschäfte abzumildern.

Die DBAG empfiehlt, das derzeitige *de minimis*-Limit für illiquide Märkte auf 5.000 Lots anzuheben, um der Art der schnell wachsenden Kontrakte besser gerecht zu werden. Ein solcher Ansatz würde sicherstellen, dass (1) die Entwicklung von Kontrakten nicht durch ein zu restriktives Limit gebremst wird, sobald sich der Open Interest dem oberen Bereich von 10.000 Lots in der Kategorie der illiquiden Märkte nähert und (2) der allgemeine Rahmen weniger abhängig von dem unangemessen hohem Maß an Flexibilität wird, das von den national zuständigen Behörden (NCAs) im Hinblick auf die Neueinstufung von Märkten und der Neukalibrierung der anwendbaren Limits auf nahezu Echtzeitbasis verlangt wird.

Für Kontrakte zwischen 10.000 und 20.000 Lots oder „weniger liquide Kontrakte“ empfiehlt die DBAG, dass die derzeitige Ausnahmeregelung für die Erhöhung des Positionslimits auf 50% angehoben wird und in einen Standardansatz umgewandelt wird, von dem aus im Bedarfsfall Ausnahmen in Betracht gezogen werden können.

Darüber hinaus würde die DBAG empfehlen, den national zuständigen Behörden (NCAs) ausdrücklich zu gestatten, ihre Berechnung auf Grundlage des zu erwartenden Wachstums des Open Interest durchzuführen.

## 6. Umfang der Ausnahme von Absicherungsgeschäften

### DBG Position

Die DBAG ist der Auffassung, dass um die Zielsetzung der Befreiung von Absicherungsgeschäften, die die MiFIR im Rahmen des Vorhandelstransparenzanforderungssystems (Art. 8(1) MiFIR) und die MiFID II im Zuge des Positionslimitssystems (Art. 57 MiFID II) eingeführt hat, zu erreichen, diese nicht nur auf Nicht-Finanzunternehmen beschränkt sein sollte. Investmentbanken und Rohstoffhandelshäuser spielen beide eine entscheidende Rolle dabei, kleineren kommerziellen Akteuren Zugang zu den Märkten der Warentermingeschäfte zu verschaffen und sollten deshalb ebenfalls von der Befreiung von Absicherungsgeschäften profitieren können.

### Begründung

Sowohl das Vorhandelstransparenzanforderungssystem, als auch das Positionslimitssystem sehen Befreiungen für Marktteilnehmer, die Absicherungsgeschäfte betreiben, vor. Die für die MiFID II geltende, in RTS 20 festgelegte, Definition von Absicherungsgeschäften legt klar fest, dass einzig Nicht-Finanzunternehmen solche durchführen können. Dadurch wird die Befreiung für Investmentbanken und Rohstoffhandelshäuser unrentabel, obgleich beide eine entscheidende Rolle dabei spielen, kleineren kommerziellen Akteuren Zugang zu den Märkten mit Warentermingeschäften zu verschaffen.

Deshalb kann die Befreiung von Absicherungsgeschäften ihre Zielsetzung, dass Marktteilnehmern Börsen für ihr Risikomanagement nutzen können, nicht erreichen und verschärft stattdessen sogar das Problem eines unzureichend ausgestalteten Vorhandelstransparenzsystems, sowie von unverhältnismäßigen Positionslimits.

Bei Eisenerz oder im Frachtgeschäft zum Beispiel ist es möglich und manchmal üblich, dass eine Bank eine Mine oder ein Stahlwerk unter dem Vorbehalt finanziert, dass das Unternehmen ein Programm von Absicherungsgeschäften auflegen muss, um die Volatilität zukünftiger Kosten oder Erträge (oder beides) zu beseitigen. Das Programm von Absicherungsgeschäften wird von der Bank in der Regel auf OTC-Basis durchgeführt und das Risiko anschließend auf dem geclearten Markt ausgeglichen.

Auch wenn die Bank im Rahmen einer solchen Transaktion eindeutig ein Absicherungsgeschäft durchführt, könnte sie nicht von der Befreiung nach Art. 8 MiFIR oder Art. 57 MiFID II Gebrauch machen.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

### *Lösungsvorschlag für die beschriebenen Herausforderungen*

Europäische Energiebörsen haben umfassende Erfahrungen mit dem Betrieb eines Positionmanagementsystems, das auf Befreiungen von Absicherungsgeschäften basiert. Gemäß diesem System können die Börsen jedem Marktteilnehmer, unabhängig von seinem rechtlichen Status, eine Befreiung gewähren, solange die Absicherungsabsicht ausreichend dokumentiert und nachgewiesen wird. Dadurch wird sichergestellt, dass die echten Absicherungsaktivitäten nicht beschränkt werden und den Teilnehmern von Rohstoffmärkten ein effizientes Risikomanagement ermöglicht wird.

Die DBAG empfiehlt ein analoges System auch im Rahmen der MiFID II und der MiFIR einzuführen.

## **7. Notwendigkeit einer Anpassung der Schwellenwerte für die Inanspruchnahme der Nebentätigkeitsausnahme und von Vorhandelstransparenzausnahmen**

### GDB Position

Nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU sollte die Schwellenwerte für die Inanspruchnahme der Nebentätigkeitsausnahme und für die Ausnahme von den MiFiR Vorhandelstransparenzanforderungen angepasst werden, um dem Rückgang der Handelsaktivität Rechnung tragen.

### Begründung

Die derzeitigen Schwellenwerte für die Inanspruchnahme von Ausnahmenregelungen zu Nebentätigkeiten wurden auf Basis der EU-Handelsaktivitäten, einschließlich der Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich ermittelt. Mit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU, ergibt sich für einige Wertpapierklassen eine signifikant niedrigere Handelsaktivität. Dies hätte zur Folge, dass einige Marktteilnehmer trotz unveränderter Geschäftstätigkeit, die Nebentätigkeitsausnahme nicht wie bisher in Anspruch nehmen könnten und der Zulassungspflicht als Wertpapierfirma unterfallen würden. Durch eine vorsichtige Anpassung der bisherigen Schwellenwerte für die Inanspruchnahme der Nebentätigkeitsausnahme, kann diese Situation vermieden werden.

Diese Überlegungen gelten auch für die Schwellenwerte für die Ausnahme von den MiFiR Vorhandelstransparenzanforderungen. Da sich die Methodik zur Festlegung von Schwellenwerten für die Inanspruchnahme der Ausnahme im Bereich der Rohstoffderivate bereits als ungeeignet erweisen hat (siehe Nr.9), wird sich diese Fehljustierung mit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU nochmals verschärfen. Eine Überarbeitung der bisherigen Methodik gewinnt dadurch weiter an Dringlichkeit.



## Vorhandelstransparenzanforderungen für Waretermingeschäfte

### DBG Position

Wir haben Sorge, dass die in Art. 8(1) MiFIR geregelten Vorhandelstransparenzanforderungen nicht ausreichend auf Waretermingeschäfte, die vorab außerbörslich vorrangiert wurden und anschließend zwecks Clearing an der Börse registriert werden, zugeschnitten sind; wir bezeichnen diese Geschäfte nachfolgend als „vorrangierte Geschäfte“. Es besteht die Gefahr, dass das Vorhandelstransparenzregime in seiner derzeitigen Ausgestaltung die entscheidende Rolle, die Einrichtungen zur Registrierung von Geschäften (trade registration facilities) für Absicherungsgeschäfte kommerzieller Marktteilnehmer und für die Minderung systemischer Risiken spielen, gefährdet. Denn aufgrund der nach wie vor recht illiquiden Rohstoffmärkte findet der Großteil des Rohstoffhandels weiterhin in Form von bilateralen Abkommen statt. Da der Versuch in einem weitgehend leeren Orderbuch zu handeln oft vergebens ist, müssen Marktteilnehmer, um eine Ausführung zu erreichen, über Broker handeln, die die Transaktionen vorrangieren. Wenn vorrangierte Geschäfte nicht mehr erlaubt wären, würde sich der Handel in den nicht geclearten OTC-Bereich verlagern. Dadurch würde die Transparenz eingeschränkt, der Preisfindungsprozess untergraben und die Möglichkeit der physischen Lieferung unter Börsenregeln behindert. Damit würden die politischen Zielvorgaben der MiFID II/MiFIR, Waretermingeschäfte verstärkt in einem börslichen Umfeld stattfinden zu lassen und damit die Transparenz und aufsichtliche Kontrolle zu verbessern, ins Leere laufen.

Um diese negativen Auswirkungen zu vermeiden, empfehlen wir, dass die derzeitige Methodik zur Berechnung der Schwellenwerte für den Large-in-Scale (LIS) Waiver und den Illiquid Instrument (IL) Waiver durch einen produktspezifischen Ansatz, basierend auf etablierten Praktiken der Handelsplätze, ersetzt wird, damit die jeweiligen Schwellenwerte für den LIS- und IL-Waiver die tatsächlichen Marktbedingungen besser widerspiegeln. Darüber hinaus sollte die Ausnahme für Absicherungsgeschäfte in Art. 8(1) MiFIR überarbeitet werden, um sie auch für finanzielle Gegenparteien, wie Investmentbanken und Rohstoffhandelshäuser, verfügbar zu machen. Denn beide spielen eine entscheidende Rolle dabei, kleineren kommerziellen Akteuren Zugang zu den Terminmärkten zu verschaffen.

### Begründung

Art. 8 MiFIR verpflichtet die Handelsplätze, die aktuellen Geld- und Briefkurse und die Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen zu veröffentlichen, die über ihre Systeme gehandelt werden. Diese Verpflichtung besteht nur dann nicht, wenn die Handelsplätze über keine Ausnahme oder Befreiung verfügen, wie z.B. die Ausnahme für Large-in-Scale (LIS), für

Transaktionen oberhalb eines bestimmten Volumenschwellenwerts, oder die Ausnahme für Illiquid Instruments (IL), für Transaktionen mit Instrumenten, die, unabhängig von ihrem Volumen, als illiquide klassifiziert sind.

Bei den Waretermingeschäften hat sich die Methodik für die Berechnung der LIS- und IL-Schwellenwerte aber als nicht praktikabel erwiesen. Berechnungen, die auf unzureichend granularen Sub-Asset-Klassen basieren, führen, neben willkürlich ausgewählten und unangemessen kalibrierten Parametern, zu unverhältnismäßig niedrigen LIS-Schwellenwerten für hochliquide Produkte und zu überhöhten Schwellenwerten für Entwicklungsmärkte. Darüber hinaus hat die derzeitige Methodik dazu geführt, dass eine beträchtliche Anzahl von Nischen- und Schwellenprodukten fälschlicherweise als liquide (re-)klassifiziert wurde, mit der Folge, dass diese deutlich umfassenderen Transparenzanforderungen unterworfen wurden, die bisher auf entwickelte Märkte beschränkt waren.

Neben der Methodik zur Festlegung der LIS- und IL-Schwellenwerte wurde auch die Ausnahme für Absicherungsgeschäfte in Art. 8(1) MiFIR unzureichend an die Besonderheiten des Rohstoffmarktes angepasst. In ihrer jetzigen Form trägt sie nicht ausreichend dazu bei, dass Marktteilnehmer regulierte Handelsplätze für ihre Risikosteuerung nutzen können. Dies hat zwei Gründe. Der erste Grund ist, dass die Ausnahme für Absicherungsgeschäfte nur nicht-finanziellen Gegenparteien zur Verfügung steht und damit nicht Wertpapierfirmen und Rohstoffhandelshäusern, die beide eine entscheidende Rolle dabei spielen, kleineren kommerziellen Akteuren Zugang zu den Terminmärkten zu verschaffen. Der zweite Grund für die eingeschränkte Anwendbarkeit der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte ist, dass die Absicherung von den Unternehmen in der Regel auf Basis von Positionen und nicht auf einer „Trade-by-Trade“-Basis betrachtet wird. Daher können Unternehmen möglicherweise deshalb nicht Gebrauch von der Ausnahme machen, weil sie dann ein Geschäft noch vor seinem Abschluss als Absicherung oder Spekulation klassifizieren müssten. Eine von mehreren europäischen Energiebörsen durchgeführte Datenanalyse hat gezeigt, dass der Nutzen der „Hedging-Flag“, auch durch physische Marktteilnehmer, tatsächlich sehr begrenzt ist. Infolgedessen kann die Ausnahme für Absicherungsgeschäfte nicht als universelle Lösung für das unzureichend ausgestaltete Vorhandelstransparenzanforderungssystem angesehen werden.

Infolge der unzureichend kalibrierten Schwellenwerte und des nur begrenzten Nutzens der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte, hat das Vorhandelstransparenzanforderungssystem der MiFIR – sofern keine Lösung zur Herstellung von Vorhandelstransparenz etabliert werden kann – erhebliche nachteilige Auswirkungen auf die Märkte der Waretermingeschäfte durch:

- Verhinderung der börslichen Registrierung von vorverhandelten Geschäften, wodurch die Fähigkeit der Marktteilnehmer zur Absicherung ihrer kommerziellen Risiken eingeschränkt wird;

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

- Verlagerung der Handelsaktivitäten in den OTC-Bereich wird forciert, wodurch die Transparenz eingeschränkt, der Preisfindungsprozess untergraben und die Möglichkeit der physischen Lieferung unter Börsenregeln behindert wird.
- Reduktion der Anzahl der geclearten Transaktionen und damit einhergehende Erhöhung der systemischen Risiken und der Marktkonzentration;
- Verhinderung der Entwicklung aufstrebender Märkte für Warentermingeschäfte;
- Drängen kleiner und mittlerer Clearingteilnehmer zu mehr bilateralem (OTC) Handel, was letztendlich zu einem direkten Handel mit großen (bzw. größeren) Produzenten führt, was oft als „Origination Business“ bezeichnet wird.

Dies steht in Widerspruch zu den politischen Zielsetzungen von MiFID II und MiFIR, sowie den Verpflichtungen des G20-Gipfels in Pittsburgh, insbesondere höhere Transparenz und die Förderung von zentralem Clearing.

Um dieses Problem zu lösen, hat Europex, der Verband der europäischen Energiebörsen, zwei alternative Vorschläge für die Überarbeitung des RTS 2, die die Methodik für die Berechnung der Schwellenwerte festlegt, vorgelegt. Der erste Vorschlag empfiehlt, die derzeitige Methodik zur Berechnung der Schwellenwerte für Large-in-Scale (LIS) und Illiquid Instruments (IL) durch einen produktspezifischen Ansatz, basierend auf etablierten Praktiken der Handelsplätze, zu ersetzen. Der zweite Vorschlag empfiehlt einen „Quick-Fix“-Ansatz, bei dem die derzeitigen Schwellenwerte neu kalibriert werden sollten, um die tatsächlichen Marktbedingungen besser widerzuspiegeln.

- **Vorschlag 1: Ersetzen der derzeitigen von den RTS2 vorgegebenen Methodik durch einen produktspezifischen Ansatz**

Die DBG empfiehlt die RTS 2 so zu ergänzen, dass sie auf den etablierten Praktiken der Handelsplätze aufbaut. Die derzeitige Methodik zur Festlegung der LIS-Schwellenwerte sollte durch einen angemesseneren und marktgerechteren Ansatz ersetzt werden. Die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden (NCAs) sollten in Zusammenarbeit mit den Handelsplätzen spezifische Schwellenwerte für die Instrumente festlegen, die an diesen Handelsplätzen zum Handel zugelassen sind.

Der vorgeschlagene Ansatz zur Festlegung von Schwellenwerten und Regeln für registrierte Transaktionen würde in erste Linie abhängig sein von:

- a. Der aktuellen Liquidität im Vertrag;
- b. Der geschäftlichen Aktivität, die dem Handel im zentralen Orderbuch zugrunde liegt (einschließlich der durchschnittlichen Lot-Größe oder der am häufigsten gehandelten Lot-Größe).

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

- **Vorschlag 2: Neue Kalibrierung der LIS- und IL-Parameter für Warentermingeschäfte**

Die DBG ist der Ansicht, dass die Anerkennung der langjährigen und etablierten Praxis der Festlegung von Schwellenwerten für registrierte Transaktionen und der Bestimmung liquider Märkte durch Börsen die geeignete Möglichkeit wäre, um die RTS 2 zu überarbeiten. Jedoch würden wir – als kurzfristige Maßnahme - auch eine weniger umfangreiche Änderung, die sich auf die Märkte für Energiederivate konzentriert, begrüßen. So würden zumindest einige der negativen Auswirkungen des unzureichend kalibrierten Vorhandelstransparenzanforderungssystems der MiFIR abgemildert.

Wie bereits erwähnt, resultieren die zu restriktiven Schwellenwerte und unzulässigen Klassifizierungen von Nischen- und Schwellenmärkten als liquide unter anderem aus den unzutreffend festgelegten Parametern für den LIS- und IL-Waiver. Die DBAG empfiehlt deshalb diese Parameter wie folgt neu zu kalibrieren, um die Besonderheiten der Energiemärkte besser widerzuspiegeln.

**Tabelle 1: Vorschlag für überarbeitete Schwellenwerte für die Märkte für Energiederivate und Emissionszertifikat-Derivate**

	IL-Ausnahme (Tabelle 7.1 Annex III, RTS 2)		LIS-Ausnahme (Tabelle 7.2, Annex III, RTS 2)	
	Durchschnittliche tägliche Anzahl an Transaktionen	Durchschnittlicher täglicher Nominalbetrag (ADNA)	LIS Perzentil	LIS, Nominalwert einer Transaktion
<b>Aktueller Wert</b>	10	10,000,000	70	500,000
<b>Vorgeschlagener Wert</b>	100	100,000,000	30	50,000

	IL-Ausnahme (Tabelle 13.1 Annex III, RTS 2)		LIS-Ausnahme (Tabelle 13.2, Annex III, RTS 2)	
	Durchschnittliche tägliche Anzahl an Transaktionen	Durchschnittlicher täglicher Nominalbetrag (ADNA)	LIS Perzentil	LIS, Nominalwert einer Transaktion
<b>Aktueller Wert</b>	5	150,000 t CO <sub>2</sub> -Äquivalent	70	EUA als Basiswert: 50,000 t/anderer Basiswert: 25,000 t
<b>Vorgeschlagener Wert</b>	100	150,000 t CO <sub>2</sub> -Äquivalent	30	EUA als Basiswert: 50,000 t/anderer Basiswert: 25,000 t

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Darüber hinaus sollte die Ausnahme für Absicherungsgeschäfte in Art. 8(1) MiFIR überarbeitet werden, um sie auch für finanzielle Gegenparteien verfügbar zu machen.

## **8. Meldepflicht für Geschäfte in Finanzinstrumenten (Antragseingänge zur Zulassung zum Handel) (RTS 22)**

### DBG Position

Die DBG unterstützt grundsätzlich die Meldepflicht für Geschäfte in Finanzinstrumenten. In diesem Zusammenhang sind auch Informationen über den Eingang von Zulassungsanträgen für Finanzinstrumente zum Handel bereitzustellen. Wir würden es begrüßen, wenn nach den verschiedenen Fallgruppen von eingehenden Zulassungsanträgen differenziert würde. So lässt RTS 22/23 derzeit offen, ob ein Antragseingangs-Reporting beispielsweise auch im Falle einer Kapitalerhöhung erfolgen muss, die sich auf bereits zugelassene Aktien im regulierten Markt bezieht oder ob der Delegierte Akt lediglich auf das Reporting neuer, noch nicht zugelassener Wertpapiere (ISINs) abzielt.

### Begründung

Die Erfassung von Geschäften in Finanzinstrumenten stellt einen wichtigen Beitrag zur Integrität des Kapitalmarkts dar. Gem. Art. 26 Absatz 1 MiFIR müssen Wertpapierfirmen, die Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen, der zuständigen Behörde die vollständigen und zutreffenden Einzelheiten dieser Geschäfte so schnell wie möglich und spätestens am Ende des folgenden Arbeitstags melden. Die relevanten Finanzinstrumente werden in Absatz 2 konkretisiert. Erfasst sind demnach u.a. Finanzinstrumente, die zum Handel zugelassen sind oder die an einem Handelsplatz gehandelt werden, oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel gestellt wurde. In RTS 23, Tabelle 3, Feld 10 wird als zu übermittelndes Referenzdatum das „Datum der Beantragung der Zulassung zum Handel“ verlangt. Bei einem Aktien IPO oder der Erstzulassung eines ETF, bei welchen auch die ISIN erstmals gemeldet wird, stellt dies kein Problem dar. Bei Folgezulassungen, z.B. Aktien Kapitalerhöhungen, ist jedoch fraglich, wie mit dieser Anforderung umgegangen werden soll. Die ISIN ist bereits aufgesetzt und das Finanzinstrument im Handel. Daher sollte das ursprüngliche Datum der Beantragung der Zulassung zum Handel reportet werden. Es ist vom on-going reporting erfasst, denn die Instrumentengattung (d.h. das Wertpapier) ist im Handel. Ist es notwendig das Datum (Feld 10) im Rahmen von Folgezulassungen jeweils zu überschreiben? Nach unserem Verständnis sollten Folgezulassungen, die in der gleichen Wertpapiergattung erfolgen von dieser und etwaigen ähnlich gelagerten Reportingpflichten ausgenommen werden.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Jedenfalls aber muss eine Klarstellung erfolgen, wie mit Sekundäremissionen in diesen Fällen umgegangen werden soll.

## **9. Umsetzungsschwierigkeiten infolge fehlender Rechtsfolgen und unklarer Verantwortlichkeiten – Beispiel Meldepflicht für Referenzdaten von Finanzinstrumenten (LEI des Emittenten)**

### DBG Position

Die DBG ist der Ansicht, dass einige der unter MiFID II/MiFIR geregelten Pflichten die Handelsplätze in ihrer derzeitigen Ausgestaltung vor große praktische Umsetzungsschwierigkeiten stellt. Mit MiFID II/MiFIR sowie den diesbezüglichen technischen Regulierungsstandards wurden Durchführungspflichten geregelt, die bindende Verfahren für alle europäischen Handelsplätze vorschreiben, für die in der Praxis aber noch keine hinreichende Standardisierung bzw. Infrastruktur gegeben ist. Ebenso wurden den betroffenen Handelsplätzen keine hinreichende Vorbereitungszeit oder Verfahrenshinweise für die praktische Umsetzung der neuen Pflichten gewährt.

### Begründung

Ein konkretes Beispiel hierfür ist die Meldepflicht von Referenzdaten, insbes. die Rechtsträger-Kennung (Legal Entity Identifier) von Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einer Börse zugelassen oder einbezogen sind. So ist u.a. unklar, ob und wann bei nicht vorhandenem LEI ein Delisting der betreffenden Wertpapiere zu erfolgen hat. Im Fall der Zulassung zum regulierten Markt einer Börse ist darüber hinaus unklar, aufgrund welcher nationalen Rechtsgrundlage ein solches Delisting zu erfolgen hätte (abschließende Regelung der Delisting-Regelungen im Börsengesetz). Ferner sieht sich die DBG in der Situation, dass sie einerseits – bußgeldbewehrt – zur Meldung von Emittenten-LEI verpflichtet ist, andererseits aber ggü. den Emittenten keinerlei Handhabe hat, diese zur Beschaffung einer LEI zu veranlassen.

Bei meldepflichtigen Geschäften gemäß Art. 26 MiFIR sowie für die Meldung von Referenzdaten gem. Art. 27 MiFIR / Art. 4 MAR sind Handelsplätze verpflichtet, den LEI zur Identifizierung des Emittenten des jeweils zu meldenden Finanzinstruments zu verwenden. Sämtliche LEI-fähigen Rechtsträger, wie beispielsweise Gebietskörperschaften und Unternehmen mit Sitz außerhalb der EU, ermöglichen dem meldepflichtigen Handelsplatz dementsprechend nur dann eine korrekte Identifizierung und damit eine Erfüllung seiner Meldepflicht, wenn Sie einen LEI beantragen oder bereits über einen LEI verfügen. Bleibt der Emittent insoweit untätig, ist es für den Handelsplatz nur mit erheblichem Aufwand und Rechtsrisi-

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

ken möglich, für die betreffenden Emittenten einen LEI zu beantragen. Dies trifft insbes. solche Handelsplätze innerhalb der EU – nämlich die deutschen –, die kraft Gesetzes den Handel von Wertpapieren auch ohne Wissen des Emittenten oder sogar gegen dessen Willen aufnehmen können.

Die Meldepflichten nach MiFID II/MiFIR gehen daher für den LEI in ihrer derzeitigen Ausgestaltung zu Lasten der Wettbewerbsfähigkeit, Stabilität und Flexibilität europäischer Kapitalmärkte und belasten die betroffenen Handelsplätze darüber hinaus überproportional mit Kosten-, Verwaltungs- und Zeitaufwand sowie dem Risiko, aufsichtsbehördlichen Sanktionen ausgesetzt zu sein. Wir regen daher an, zukünftig bei der Einführung neuer Meldepflichten nur auf solche Referenzdaten abzustellen, deren Verfügbarkeit bzw. Vergabeverfahren hinreichend standardisiert ist, um den Anforderungen eines professionellen Wertpapierhandels- und -abwicklungssystems zu genügen.

## 10. Überprüfung von Emittentenverpflichtungen (RTS 17; Art. 7)

### DBG Position

Die DBG würde es begrüßen, wenn bezüglich der Überprüfung der Verpflichtungen der Emittenten gemäß Artikel 7 Absatz 1 und Absatz 4 Delegierte Verordnung (EU) 2017/568 (RTS 17) zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) klargestellt werden würde, welche Verpflichtungen sich für die geregelten Märkte hier konkret stellen. Hierbei wäre es hilfreich, wenn der europäische Ordnungsgeber mit Hilfe von Q&As erläutern könnte, weshalb die geregelten Märkte entsprechende Verfahren vorhalten müssen und was diese Verfahren konkret erfassen sollen.

### Begründung:

Die Verpflichtung für regulierte Märkte in Artikel 7 Absatz 1 Delegierte Verordnung (EU) 2017/568 (RTS 17) ist vom Wortlaut zu umfangreich. Es scheint, als würden regulierte Märkte verpflichtet, sicherzustellen, dass Emittenten alle Verpflichtungen des EU-Rechts einhalten. Die Verpflichtung hierzu liegt aber originär bei den jeweils zuständigen Behörden und kann auch nicht auf die Börsen/regulierte Märkte übertragen werden. Dies scheint in Absatz 2 Anklang zu finden, soweit es dort heißt: „taking into account the supervisory tasks performed by relevant competent authorities“. Hiermit ist vermutlich gemeint, dass es keine doppelte Überprüfung von Pflichten durch Börsen und die jeweiligen zuständigen Behörden geben soll. Diese Annahme bleibt aber angesichts des Wortlauts ein wenig spekulativ. Eine Klarstellung ist aus unserer Sicht zwingend erforderlich. Es fehlt darüber hinaus an einer Eingrenzung der EU-rechtlichen Verpflichtungen, die in Absatz 1 genannt werden, d.h. die

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

relevanten Regelungen müssten benannt werden. Es obliegt u.E. nicht den regulierten Märkten sicherzustellen, dass gewerberechtliche Erlaubnisse oder dergleichen vorliegen.

Die ESMA etabliert mit dieser Regelung einen Pflichtenkanon für regulierte Märkte, der weder im Rahmen ihrer Kompetenzen liegt, noch hinreichend konkret ausgestaltet ist um umgesetzt zu werden.

## C. Marktmikrostruktur

### 1. Tick Size Regime

#### DBG Position

*Klärung sämtlicher offener Punkte in Bezug auf das Tick Size Regime:* Wir plädieren für eine vollständige Klärung der aus der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 der Kommission vom 14. Juli 2016 noch nicht adressierten und offenen Punkte; dies beinhaltet konkret: (1) eine Klärung des most relevant marketes in terms of liquidity, (2) Vorlegen eines klaren Zeitplans sowie Kommunikation in Bezug auf ad-hoc Anpassungen der ESMA, (3) eine klare Kommunikation in Bezug auf die Handhabung von Updates bei ADNTs, (4) Klärung in Bezug auf die Handhabung von corporate actions und (5) Kommunikation der jährlich anzupassenden ADNTs.

*Analyse des neuen Tick Size Systems:* Darüber hinaus regen wir eine dezidierte Untersuchung für alle EU 28 Märkte an, wie sich das neue Tick Size System auf die Liquiditätssituation an den Märkten ausgewirkt hat, da eine Analyse für den deutschen Markt stark von den positiven Ergebnissen der AMF Studie des französischen Marktes

#### Begründung

Mit der grundlegenden Neuausrichtung des tick size regimes im Rahmen der MiFID II will der europäische Gesetzgeber Mindestpreisänderungen europaweit vereinheitlichen und damit die Funktionsweise des Kapitalmarktes insgesamt verbessern. Wir begrüßen die vorgesehene Überprüfung des neuen Regimes und sind der Auffassung, dass das Augenmerk dabei insbesondere auf der Implementierung des Regimes sowie auf einer grundlegenden Bewertung der wirtschaftlichen Auswirkungen liegen sollte. Wir halten die Zusammenschau beider Aspekte für wesentlich, um zu einer fundierten Bewertung der Zielerreichung des bestehenden Regimes und qualifizierten Aussagen über ggf. bestehenden Anpassungsbedarf im Bereich der Implementierung sowie des grundlegenden Designs zu gelangen.



### Implementierung des Tick Size Regimes – Wesentliche Sachverhalte noch immer nicht klar

Auch mehr als ein Jahr nach der Implementierung von MiFID II gibt es immer noch zahlreiche offene Fragen in Bezug auf das von ESMA implementierte Tick Size Regime. Im Ergebnis beobachten wir, dass wichtige Bestandteile des neuen Regimes nicht wie vom Gesetzgeber und von der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 vorgeschrieben funktionieren; dies kann im Ergebnis zu nicht zutreffenden Einstufung von Instrumenten in das die entsprechenden Liquiditätsbänder führen und stellt insofern eine Beeinträchtigung des ordnungsgemäßen Börsenhandels dar, der sich über eine Verschlechterung der Liquidität und der impliziten Handelskosten auf die Anleger auswirkt.

Wir bedanken uns in diesem Zusammenhang für die Unterstützung seitens der deutschen Aufsichtsbehörden. Die nachfolgend beschriebenen Aspekte wurden schon mehrfach mit ESMA erörtert. Uns ist aber auch daran gelegen, das Bundesministerium der Finanzen von diesen Bedenken in Kenntnis zu setzen, um die Bedeutung möglichst zügiger und umfangreicher Klarstellungen durch ESMA für das reibungslose Funktionieren des Regimes zu unterstreichen.

- Wir halten insbesondere eine Klärung des unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markts (most relevant market in terms of liquidity) für erforderlich. Auch wenn ESMA klargestellt hat, dass es sich um den Handelsplatz handelt, an dem das Finanzinstrument als erstes zum Handel zugelassen wird, löst dies nicht die Frage, wenn ein Wertpapier am gleichen Tag an zwei unterschiedlichen Handelsplätzen zugelassen wird. In diesen Fällen schlagen wir vor, dass der liquideste Markt auf Basis des Landes entschieden werden sollen, in dem der Emittent seinen Hauptsitz hat.
- Zweitens halten wir es für geboten, dass ESMA einen klaren Zeitplan in Bezug auf ad-hoc Anpassungen aufstellt und kommuniziert, da Handelsplatzbetreiber entsprechend Vorlauf benötigen, um die Vorgaben umzusetzen. Wir empfehlen, dass der Markt einen Tag im Voraus informiert wird, wenn ESMA ein neues File hoch lädt. Updates sollten immer zum selben Zeitpunkt publiziert werden. Wir schlagen hier 13.00 Uhr CET vor. Handelsplätze sollten zwei Handelstage Zeit haben, um entsprechende von ESMA bekanntgegebene Änderungen zu implementieren.
- Drittens halten wir Regelung für erforderlich, wie im Falle von Updates zu ADNTs umgegangen werden soll. Artikel 3 Absatz 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 fordert, dass die entsprechende Aufsichtsbehörde die ADNT für einen neuen Emittenten, der erstmals an die Börse geht, schätzen soll. Weder die Aufsichtsbehörde noch wir als Börsenbetreiber können eine solche Schätzung vornehmen, sodass wir alle neuen IPOs zunächst dem höchsten Liquiditätsband zuordnen. Darüber hinaus haben wir auch keine Möglichkeit anderen Handelsplätze zu informieren, dass eine Anpassung in ein anderes Liquiditätsband stattgefunden hat. Wir

dringen daher darauf, dass ESMA sich dieses Thema annimmt und entsprechend kommuniziert, wie hier verfahren werden sollte. Des Weiteren fordert Artikel 3 Absatz 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588, dass das ADNT bei einem neuen Listing sechs Wochen später auf Basis der ersten vier Wochen nach Handelsstart neu berechnet werden muss. Auch dies stellt sich als problematisch da, da ESMA bis heute nicht kommuniziert hat, wie der Datentransfer aussehen soll. Dies hat schädliche Auswirkungen insbesondere für solche Instrumente, die aufgrund des Liquiditätsbandes 6 eine zu granulare Tick Size haben. Wir plädieren auch hier dafür, dass ESMA die Berechnung vornimmt und somit auch automatisch den liquidesten Markt mit angegeben kann (siehe Punkt 1).

- Viertens hat gemäß Artikel 4 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 die relevante Aufsichtsbehörde die Möglichkeit das Liquiditätsband im Falle von Kapitalmaßnahmen anzupassen, wenn diese Maßnahme eine entsprechende Auswirkung auf die Liquidität des Instrumentes hat. Auch hier gibt es keinerlei Prozesse wie in diesen Fällen verfahren werden soll. Auch dieses Beispiel zeigt, wie wichtig es ist, dass eine technische Lösung implementiert wird, so dass Anpassungen richtig reflektiert werden können, und alle Regulierten Märkte und MTFs auf eine aktuelle Datenbasis zugreifen können.
- Abschließend möchten wir darauf hinweisen, dass für die jährliche Tick Size Anpassung die Delegierte Verordnung (EU) 2017/588 keine klare Aufgabenteilung zwischen ESMA und den Aufsichtsbehörden regelt. Wir schlagen daher vor, dass ESMA die Berechnungen der jährlichen ADNTs bis zum 1 März eines jeden Jahres vornimmt und an alle Aufsichtsbehörden kommuniziert. Die Aufsichtsbehörden haben dann im März die Möglichkeit auf Unstimmigkeiten hinzuweisen. Updates erfolgen dann zum Stichtag 1 April eines jeden Jahres oder des darauffolgenden nächsten Handelstages.

Abgesehen von den offenen Punkten, die wir oben angesprochen haben, möchten wir nochmal kurz Stellung zum Tick Size Regime generell nehmen. Anders als die französische Aufsichtsbehörde AMF, die mit ihrer Analyse des französischen Marktes sich im Tick Size Modell bestätigt sieht, auch wenn sie von sich selbst angibt, Vorsicht bei der Interpretation der Ergebnisse zu gebieten, möchten wir darauf hinweisen, dass bei der Betrachtung der verschiedenen Zeitreihen nicht entsprechend korrigiert wurden (z.B. um saisonale Effekte). Aus unserer Sicht hätte die Wahl einer längeren Periode sicherlich schon geholfen, bessere Aussagen zu erwirken. Anders als für den französischen Markt haben wir trotz gleicher Methodologie Ergebnisse erzielt, die zeigen, dass das Tick Size Regime unter MiFID II eine signifikante Änderung bei einer Vielzahl unserer Instrumente im Januar 2018 nach sich gezogen hat. Für 13 Aktien des DAX hat sich die Mindestpreisgröße erhöht, für sieben reduziert und für 10 blieb sie unverändert. Für den MDAX hat sich die Mindestpreisgröße für 41 In-

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

strumente erhöht, für eins reduziert und für acht ist sie gleichgeblieben. Für 24 der CAC40 Instrumente ist in der AMF-Studie keine Anpassung erfolgt, während sie für 13 granularer geworden ist.

#### Analyse des neuen Tick Size Systems:

Darüber hinaus regen wir eine Untersuchung der ökonomischen Auswirkungen für Handelsteilnehmer auf einer möglichst breiten empirischen Grundlage über alle EU-Mitgliedstaaten an. Von wesentlicher Bedeutung sollte dabei insbesondere eine Analyse der Liquiditätseffekte und der impliziten Handelskosten sein. Wir halten eine europaweite Koordinierung einer solchen Untersuchung bezüglich der Methodik und Datengrundlage für zwingend erforderlich, um die Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten, spezifische Effekte auf unterschiedlichen Märkten und in unterschiedlichen Instrumentenkategorien herauszuarbeiten und gegebenenfalls Schlussfolgerungen hinsichtlich gezielter regulatorischer Anpassungsmaßnahmen abzuleiten.

Eine Analyse des neuen Tick Size Regimes für DAX-Titel hat – trotz methodisch gleicher Herangehensweise – zu deutlich abweichenden Ergebnissen hinsichtlich Liquiditäts- und Spread-Veränderungen geführt als bei einer von der französischen Aufsichtsbehörde (AMF) durchgeführten Studie für den französischen Markt.

Für Instrumente auf XETRA, bei denen sich mit Einführung des neuen Regimes die Mindestpreisgrößen erhöht haben, konnten wir eine Ausweitung des Spreads feststellen, welcher sich insgesamt für Anleger in höhere Transaktionskosten niederschlägt. Für diese Instrumente, konnte ein Anstieg des *Spreads at Touch*<sup>12</sup> von 1,20 Basispunkten für DAX Instrumente und von 1,80 Basispunkten für MDAX Instrumente für den Januar 2018 beobachtet werden. Die impliziten Kosten für Marktteilnehmer haben sich somit um 40% für DAX Instrumente von 3,24 Basispunkten im Dezember 2017 auf 4,44 Basispunkte im Januar 2018 erhöht, für MDAX Instrument von 7,35 Basispunkten im Dezember 2017 auf 9,15 Basispunkte im Januar 2018.

Vergleicht man zudem die *Spreads at touch* mit Spreads bei Größen von 25.000 und 100.000 Euro für DAX und MDAX Instrumente zwischen dem letzten Quartal 2017 und erstem Quartal 2018 so kann man folgendes beobachten (siehe Tabellen unten): Im ersten Quartal 2018 sind die impliziten Kosten auf XETRA für ein DAX-Instrument in der Größe von 25.000 EUR um 41% gestiegen, wenn sich die Tick Size erhöht hat. Der starke Anstieg der impliziten Kosten kann auch bei Orders mit einer Größe von 100.000 EUR beobachtet werden. Bei Instrumenten, bei denen die Tick Size reduziert wurde, haben sich die impliziten

---

<sup>12</sup> Der im Orderbuch an oberster Stelle angezeigte Bid/Ask-Spread.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

Kosten um ca. 26% reduziert. Für weniger liquide Instrumente (hier am MDAX aufgezeigt) konnten wir ebenfalls eine Erhöhung der impliziten Kosten beobachten (eine Erhöhung um 28% für eine Order von 25.000 EUR und um 26% für eine Order von 100.000 EUR). Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass das neue Tick Size Regime zu einer Erhöhung der impliziten Kosten für Aktien geführt hat und sich somit negativ für Investoren auswirkt.

	Spread bei 25.000 EUR		
	Anstieg der Tick Size	Tick Size unverändert	Reduzierung der Tick Size
DAX	+40,8%	+3,7%	-25,9%
MDAX	+27,6%	+1,7%	-

	Spread bei 100.000 EUR		
	Anstieg der Tick Größe	Tick Größe unverändert	Reduzierung der Tick Größe
DAX	+30,8%	-3,5%	-14,3%
MDAX	+26,2%	+2,0%	-

Quelle: Deutsche Börse Cash Market

Die Tabellen lesen sich wie folgt: die *Roundtrip* Kosten<sup>13</sup> für eine Order in der Größe von 25.000 EUR für ein DAX Instrument mit einer Erhöhung der Tick Size im Januar 2018 sind im Durchschnitt um 40,8% im Zeitraum von Q4 2017 und Q1 2018 gestiegen. Ergebnisse sind dargestellt ohne einen MDAX Wert, bei dem das Instrument eine Reduzierung der Tick Size hatte.

Abschließend wollen wir darlegen, dass die AMF argumentiert, dass die höheren Transaktionskosten für Orders in den Größen von 10.000 EUR bis 100.000 EUR von Hochfrequenzhändlern, die kleinere Orders handeln, verursacht werden, während große institutionelle Investoren von der weniger granularen Tick Size profitieren. Dies ist nur dann richtig, wenn man die relativen Transaktionskosten zwischen großen und kleinen Orders vergleicht – die Transaktionskosten erhöhen sich relativ gesehen mehr für kleine als für große Orders. Die absoluten Kosten erhöhen sich jedoch für beide, kleine und große Orders. Da kleine Orders insbesondere betroffen sind bedeutet dies, dass weniger granulare Tick Sizes unter dem neuen Regime zu höheren Transaktionskosten für Retail Investoren führen.

Somit zeigen unsere Ergebnisse, dass das Tick Size Regime anders als für den französischen Markt einen negativen Impact hat. Insgesamt zeigen unsere Ergebnisse, dass das neue Tick Size Regime zu einer Erhöhung der impliziten Kosten für deutsche Aktien geführt hat und

<sup>13</sup> *Roundtrip* Kosten stellen die Kosten eines zeitgleichen Kaufs und Verkaufs einer Position dar.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

sich somit negativ für Investoren auswirkt. Vor dem Hintergrund divergierender Bewertungen halten wir eine koordinierte europaweite Bewertung für umso wichtiger. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir dringend eine Untersuchung aller EU Märkte, um die Auswirkungen des neuen Regimes genau beurteilen zu können.

#### **Nutzung des unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markts zur Ableitung des Liquiditätsbandes:**

Die Ermittlung des unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markts (most relevant market in terms of liquidity) erfolgt auf Basis des höchsten Umsatzes einer Aktie an einem Handelsplatz in der EU. Für zahlreiche Aktien führt dies dazu, dass der unter Liquiditätsaspekten wichtigste Markt innerhalb der EU ein MTF ist, welches wenige große Transaktionen durchführt, jedoch im Schnitt eine sehr kleine durchschnittliche Anzahl an Transaktionen aufweist. Dies kann zu negativen Effekten für die tick size führen, d.h. die tick-size ist größer als dies auf Basis der Liquidität der Aktien eigentlich gegeben wäre. Regelmäßig wird die tick size größer als der aktuelle Spread, was den Spread vergrößert und die Kosten der Anleger erhöht.

Dies kommt insbesondere bei der anstehenden Anpassung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/588 für Nicht EU Aktien zum Tragen. Die angepasste Delegierte Verordnung (EU) 2017/588 sieht vor, dass nur für Aktien deren Handelsplatz mit dem höchsten Umsatz außerhalb der EU liegt und deren durchschnittliche Anzahl an Transaktionen am unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markts innerhalb der EU größer gleich eins ist, eine Anpassung der tick size von der nationalen kompetenten Behörde veranlasst werden kann. Damit werden Nicht EU Aktien mit einer durchschnittlichen Anzahl an Transaktionen von kleiner eins in das größte Liquiditätsband eingeordnet, obwohl an EU Handelsplätzen außerhalb des unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markts täglich wesentlich mehr Transaktionen getätigt werden. Da für diese Werte die durchschnittliche Anzahl an Transaktionen am unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markts innerhalb der EU kleiner eins ist kann auch die nationale kompetente Behörde keine Anpassung der tick-size veranlassen.

Wir schlagen daher vor, für die Ableitung des Liquiditätsbandes nicht den unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markt zu nutzen, sondern den Markt mit der höchsten durchschnittlichen Anzahl an Transaktionen.

## 2. Market Making

### DBG Position

Die Deutsche Börse begrüßt grundsätzlich die neu unter MiFID II eingeführten Regelungen für Market Maker. Bisher haben wir die Erfahrung gemacht, dass das neue Regime gut vom Markt angenommen wurde. Wir möchten dennoch an dieser Stelle zwei Vorschläge unterbreiten, die aus unserer Sicht das Regime verbessern würden. Zudem möchten wir auf einen Widerspruch in Verbindung mit der Leerverkaufsverordnung hinweisen und regen hier eine einheitliche Vorgehensweise an.

*Liquidity Provision Flag:* Deutsche Börse Cash Market schlägt vor, dass Handelsteilnehmer, die eine Market Making Strategie ausüben, alle Orders/Quotes mit dem Liquidity Provision Flag kennzeichnen sollten, die im Rahmen der Liquiditätsbereitstellung als Kauf- und Verkauforders auf beiden Seiten des Orderbuchs gleichzeitig eingestellt werden. Das Kennzeichnen dient dazu die Aufträge im Rahmen der Market Making Strategie von den anderen Geschäftsbereichen zu separieren,

*Nutzung von Fächerquotes bei Berücksichtigung eines Mindestquotierungsvolumens:*

Deutsche Börse Cash Market schlägt vor, dass ein Handelsplatz die Möglichkeit haben sollte, ein Mindestquotierungsvolumen einzuführen, das zum Identifizieren von Market Making Strategien und zur Erfüllung von Mindestanforderungen nach Abschluss eines Market Maker Vertrages mit dem Handelsplatz, Gültigkeit hat. Weiterhin schlägt die Deutsche Börse Cash Market vor, dass Handelsteilnehmer die Liquiditätsbereitstellung durch Einsatz von mehrstufigen Orders/Quotes erbringen dürfen (Fächerquotes), um ihre Mindestverpflichtungen zu erfüllen.

*Short Selling:* Deutsche Börse Cash Market empfiehlt, dass die Präsenzplicht von 80% wie sie in der Ausnahmeregelung für Market Maker in der Leerverkaufsverordnung (Short Selling Regulation, SSR) gilt, auf mindestens 50 Prozent analog der MiFID II anzupassen. Wir regen hier eine Angleichung an, damit der Market Maker grundsätzlich die Möglichkeit hat die an ihn gestellten Mindestanforderungen im fortlaufenden Stellen von An- und Verkaufskursen in der Praxis auch zu erfüllen.

### Begründung:

Die Deutsche Börse begrüßt grundsätzlich die mit MiFID II eingeführten Änderungen für Market Maker. Deutsche Börse Cash Market hat die ESMA-Richtlinien zu Market Making-Strategien entsprechend der Delegierten Verordnung (EU) 2017/578 (RTS 8) umgesetzt, wobei sich nachträglich folgende Empfehlungen ergeben haben. Wir erläutern nachfolgen

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

drei Änderungsvorschläge, die wir zur Verbesserung des Systems insgesamt für verbesserungswürdig halten.

#### Nutzung des Liquidity Provision Flags

In ESMA L3 Richtlinie „ESMA Guidelines on Transaction Reporting, order record keeping and clock synchronisation“ vom 10. Oktober 2016 (ESMA/2016/1452) wird unter dem Punkt 6.11 festgelegt, unter welchen Voraussetzungen Aufträge im Rahmen der Liquiditätszufuhr zu kennzeichnen sind (Feld 8: Liquidity Provision Flag). Dabei werden drei Szenarien unterschieden: a) im Rahmen der Market Making Strategie, b) auf eigene Rechnung außerhalb der Market Making Strategie und c) im Rahmen der Orderausführung für Kunden. In den kürzlich veröffentlichten Q&As von „ESMA on MIFID II and MiFIR Market Structures Topics“ vom 14. November 2018 wird die Nutzung des Liquidity Provision Flags im Rahmen der Market Making Strategie auf die Orders/Quotes beschränkt, die einzig zur Erfüllung der Verpflichtungen aus dem Market Making Vertrag resultieren (Antwort auf Frage 29). Darüber hinaus dürfen Handelsteilnehmer zusätzliche Liquidität in einem Wertpapier anbieten, ohne diese Aufträge zu kennzeichnen. Deutsche Börse Cash Market schlägt vor, dass Handelsteilnehmer, die eine Market Making Strategie ausüben, alle Orders/Quotes mit dem Liquidity Provision Flag kennzeichnen dürfen, die im Rahmen der Liquiditätsbereitstellung als Kauf- und Verkauforders auf beiden Seiten des Orderbuchs gleichzeitig eingestellt werden.

#### Nutzung von Fächerquotes bei Berücksichtigung eines Mindestquotierungsvolumens

Artikel 1 und Artikel 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/578 (RTS 8) definiert eine Market Making Strategie, wenn ein Handelsteilnehmer in einem Wertpapier zwei Kursofferten gleichzeitig ins Orderbuch einstellt, die in vergleichbarer Höhe innerhalb des vom Handelsplatz festgelegten maximalen Geld-Brief-Spanne gelten. Dabei wird das Stellen von zwei Kursofferten in vergleichbarer Höhe ohne Bezug zu einem Mindestquotierungsvolumen ausgelegt und erlaubt damit das Stellen kleiner Orders, die zur unverhältnismäßiger Lasterzeugung im Handelssystem führen können. Deutsche Börse Cash Market schlägt vor, dass ein Handelsplatz die Möglichkeit haben sollte, ein Mindestquotierungsvolumen einzuführen, das zum Identifizieren von Market Making Strategien und zur Erfüllung von Mindestanforderungen nach Abschluss eines Market Maker Vertrages mit dem Handelsplatz, Gültigkeit hat. Weiterhin schlägt die Deutsche Börse Cash Market vor, dass Handelsteilnehmer die Liquiditätsbereitstellung durch Einsatz von mehrstufigen Orders/Quotes erbringen dürfen (Fächerquotes), um ihre Mindestverpflichtungen zu erfüllen. Wenn das eingesetzte Volumen auf mehrere Orders verteilt werden dürfte, wäre der Market Maker eher bereit, einen engeren Spread bei geringerem Volumen zu stellen und damit zur Senkung der impliziten Handelskosten beitragen.

Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu der Konsultation des BMF zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)

#### Inkonsistenz mit der Leerverkaufsverordnung (Short Selling Regulation)

Gemäß der ESMA Richtlinie zur Ausnahmeregelung für Market Making Aktivitäten unter der Regulierung (EU) 236/2012 ist eine Ausnahme von der Short Selling Regulation durch die jeweilige Aufsichtsbehörde möglich, wenn der Market Maker mindestens 80 Prozent der Handelszeit fortlaufend Liquidität spendet. Die Voraussetzung für die Ausnahmeregelung steht nicht in Übereinklang mit der Definition der Market Making Strategie entsprechend der Delegierten Verordnung (EU) 2017/578 (RTS 8) Artikel 1 und 2. Eine Market Making Strategie verpflichtet den Handelsteilnehmer zum fortlaufenden Stellen von beidseitigen Orders/Quotes für mindestens 50 Prozent der Handelszeit.

Deutsche Börse Cash Market empfiehlt, dass die Präsenzpflcht von 80% wie sie in der Ausnahmeregelung für Market Maker in Short Selling Regulierung gilt, auf mindestens 50 Prozent analog der MiFID II anzupassen. Wir regen hier eine Angleichung an, damit der Market Maker grundsätzlich die Möglichkeit hat die an ihn gestellten Mindestanforderungen im fortlaufenden Stellen von An- und Verkaufskursen in der Praxis auch zu erfüllen.



## D. Anforderungen an Marktbetreiber

### **1. Mandatsbeschränkungen**

Wir möchten wie auch bereits im Rahmen vorausgegangener Konsultationen des BMF auf bestehende Inkonsistenzen bezüglich der Mandatsbeschränkung, die aus der Umsetzung von MiFID II ins deutsche Recht sowie der Auslegung des europäischen Rechts (durch EBA/ESMA/EZB Leitlinien) resultieren, hinweisen. Diese Inkonsistenzen wurden auch im Rahmen des Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetzes nicht angemessen angepasst.

§ 25c und § 25d KWG wurden mit dem CRD IV-Umsetzungsgesetz eingefügt und seitdem bereits mehrfach angepasst. Die Anpassungen betrafen dabei insbesondere die Regelungen zu den quantitativen Mandatsbeschränkungen für Geschäftsleiter sowie Mitglieder eines Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans eines CRR-Instituts von erheblicher Bedeutung. Entgegen der Richtlinie, die Mandate innerhalb derselben Gruppe als ein Mandat zählen wollte, vgl. Art. 91 Absatz 4 a) CRD IV, wurde diese Möglichkeit für die betroffenen Unternehmen im deutschen Recht erheblich eingeschränkt.

Am 26. September 2017 haben ESMA und EBA eine gemeinsame Leitlinie zur Bewertung von Mitgliedern von Leitungsorganen (EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598) veröffentlicht, in der unter Kapitel 5 des Abschnitts 3 die Zählweise von Mandaten aufgegriffen und konkretisiert wird. Insbesondere wird für die in diesem Zusammenhang maßgeblich heranzuziehende Definition des Begriffs „Gruppe“ auf Artikel 2 Nummer 9 und 10 der Richtlinie 2013/34/EU verwiesen. Ferner wird die Berücksichtigung von Mandaten in bedeutenden Beteiligungen, welche nicht gleichzeitig auch Tochterunternehmen in derselben Gruppe sind, spezifiziert.

Die aktuellen Vorschriften des KWG weichen im Detail von diesen Vorschriften sowie der zugrundeliegenden Begriffsinterpretation ab. Der herangezogene Gruppenbegriff weicht somit auch von der in MiFID II verwendeten Definition von „Gruppe“ nach Artikel 4 Absatz 1 Nummer 34 MiFID II ab, was die Notwendigkeit einer Anpassung weiter unterstreicht.

Auch die EZB hat in Abschnitt 4.4 des am 15. Mai 2017 veröffentlichten Leitfadens zur Beurteilung der fachlichen Qualifikation und persönlichen Zuverlässigkeit mit der EBA/ESMA Leitlinie gleichlautende Grundsätze, Praktiken und Verfahren veröffentlicht, so dass die deutschen Vorschriften nunmehr klar von einer einheitlichen europäischen Auslegung abweichen. Wir bitten daher, eine Anpassung der Vorschriften des § 25c Absatz 2 sowie § 25d Absatz 3 KWG sinngemäß wie folgt zu erwägen:

§ 25c Absatz 2 Satz 2 KWG:

„2. wer <del>in einem anderen Unternehmen Geschäftsleiter ist oder</del> bereits in mehr als zwei Unternehmen Mitglied des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans ist.“
--

§ 25c Absatz 2 Satz 3 KWG:

„Dabei gelten im Sinne von Satz 2 Nummer 2 mehrere Mandate als ein Mandat, wenn die Mandate bei Unternehmen wahrgenommen werden,  
1. die derselben ~~Institutsgruppe, Finanzholding-Gruppe, gemischten Finanzholding-Gruppe oder gemischten Holding-Gruppe~~ Gruppe, bestehend aus einem Mutterunternehmen und all ihren Tochterunternehmen nach Artikel 2 Nummer 9 und 10 der Richtlinie 2013/34/EU angehören, ...“

Darüber hinaus ist es aus unserer Sicht notwendig, die Vorschriften des § 25c Absatz 2 und § 25d Absatz 3 KWG zur Umsetzung der Absätze 50, 51 und 53 der EBA/ESMA Leitlinie (EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598) anzupassen. Eine Anpassung könnte dabei wie folgt vorgenommen werden:

Nach § 25c Absatz 2 Satz 4 KWG wären folgende Sätze 5 - 9 hinzuzufügen:

„<sup>5</sup> Für die Zwecke des Satz 2 soll ein Mandat, welches sowohl Leitungs- als auch Aufsichtsfunktionen umfasst, als ein Leitungsmandat gelten. <sup>6</sup> Gelten gemäß Satz 3 mehrere Mandate als ein Mandat, so ist das Mandat als ein Leitungsmandat zu bewerten sobald mindestens ein Leitungsmandat darin enthalten ist. <sup>7</sup> Im Sinne des Satz 3 Nummer 3 sind alle Mandate bei Unternehmen, an denen das Institut eine bedeutende Beteiligung hält, die jedoch kein Tochterunternehmen in derselben Gruppe sind, als ein Mandat zu zählen. <sup>8</sup> Dieses Mandat in bedeutenden Beteiligungen ist als ein gesondertes Mandat zu zählen. <sup>9</sup> Folglich sind Mandate in derselben Gruppe und Mandate in bedeutenden Beteiligungen für die Zwecke des Satzes 2 Nummer 2 als insgesamt zwei Mandate zu bewerten.“

Nach § 25d Absatz 3 Satz 4 KWG wären folgende Sätze 5 - 9 hinzuzufügen:

„<sup>5</sup> Für die Zwecke des Satz 1 Nummer 3 und 4 soll ein Mandat, welches sowohl Leitungs- als auch Aufsichtsfunktionen umfasst, als ein Leitungsmandat gelten. <sup>6</sup> Gelten gemäß Satz 3 mehrere Mandate als ein Mandat, so ist das Mandat als ein Leitungsmandat zu bewerten sobald mindestens ein Leitungsmandat darin enthalten ist. <sup>7</sup> Im Sinne des Satz 3 Nummer 3 sind alle Mandate bei Unternehmen, an denen das Institut eine bedeutende Beteiligung hält, die jedoch kein Tochterunternehmen in derselben Gruppe sind, als ein Mandat zu zählen. <sup>8</sup> Dieses Mandat in bedeutenden Beteiligungen ist als ein gesondertes Mandat zu zählen. <sup>9</sup> Folglich sind Mandate in derselben Gruppe und Mandate in bedeutenden Beteiligungen für die Zwecke des Satzes 1 Nummer 3 und 4 als insgesamt zwei Mandate zu bewerten.“