

**Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.**

Friedrichstraße 52  
60323 Frankfurt/Main

Tel.: 069 / 92 10 16 91  
Fax: 069 / 92 10 16 92  
mail@bwf-verband.de  
www.bwf-verband.de

Frankfurt am Main, 15.03.2019

Antwort des Bundesverbands der Wertpapierfirmen auf die

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

GZ: VII B 5 - WK 6210/07/0001-13

DOK: 2018/0992307

*per E-Mail an [VIIB5@bmf.bund.de](mailto:VIIB5@bmf.bund.de) und [hartmut.krueger@bmf.bund.de](mailto:hartmut.krueger@bmf.bund.de)*

**Inhalt**

1.	Komplexität und Unübersichtlichkeit der Rechtssetzungsakte .....	2
2.	Datenmanagement, Dokumentations-, Veröffentlichungs- und Berichtspflichten... 3	
2.1.	Legal Entity Identifier - "Issuer-LEI" .....	4
2.2.	Veröffentlichung der fünf wichtigsten Handelsplätze .....	5
3.	Handelspflicht für Aktien („Share Trading Obligation“) und Äquivalenzregime .....	5
4.	Periodic Auctions .....	7
5.	Bepreisung von Marktdaten .....	8
6.	„Unbundling“ von Research .....	11
7.	Reichweite des Zuwendungsverbot .....	13
8.	Keine „Product Governance“ Pflichten für Market Maker .....	13
9.	Geeignete Gegenparteien .....	14
10.	Verbrechenscharakter von „qualifizierter“ Marktmanipulation .....	15
11.	Sanktionsverfahren nach dem Börsengesetz nur gegen Handelsteilnehmer .....	16
12.	Exzessive Auslegung des Anwendungsbereichs der PRIIP Verordnung .....	17
	Über den bwf .....	21

Der Bundesverband der Wertpapierfirmen (bwf) begrüßt die Möglichkeit zur Stellungnahme im Rahmen der seitens des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) im Rahmen der Vorbereitungsarbeiten an dem gemäß Art. 90 MiFID II bis März 2020 vorzulegenden Bericht der Europäischen Kommission zu verschiedenen Aspekten der MiFID II-Vorgaben durchgeführten Konsultation zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hin-

blick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR). Dabei möchten wir positiv herausheben, dass sich das BMF frühzeitig an die betroffenen Normadressaten wendet und dabei betont, dass ihm an der Einholung eines möglichst breiten Bildes gelegen ist, welches neben relevanten Aspekten der MiFID II/MiFIR-Regulierung auch deren Verzahnung mit anderen Vorschriften berücksichtigt.

Die Umsetzung des überaus komplexen und umfangreichen MiFID II/MiFIR-Regelwerks hat allein aufgrund der Flut der hierdurch normierten zusätzlichen Informations-, Dokumentations-, Melde- und Veröffentlichungspflichten bei allen Betroffenen zu einem hohen zusätzlichen internen Verwaltungsaufwand und erheblichen externen Kosten, insbesondere im Bereich der Rechtsberatung geführt. Dies betrifft in besonderem Maße auch auf die ganz überwiegend kleineren und mittelständisch strukturierten, im bwf organisierten Wertpapierfirmen zu.

Demgegenüber ist bisher nicht erkennbar, dass die zahlreichen mit MiFID II/MiFIR auf den Weg gebrachten Maßnahmen in den Bereichen Markt- und Kostentransparenz, Produktaufsicht („Product Governance“), Wohlverhaltensregeln und Verbraucherschutz zu einer höheren Markteffizienz, einer Zunahme des Vertrauens der Privatanleger in den Finanzmarkt, einer verbesserten Finanzierungssituation von Unternehmen oder allgemein zu einem positiven Stimulus für die wirtschaftliche Entwicklung geführt haben.

Im Gegenteil, werden die zunehmenden Anforderung und die den Kapitalmarktzugang für Anleger wie Emittenten faktisch erschwerenden zusätzlichen Regulierungen auch seitens der Investoren und der Realwirtschaft zusehends als überbordende bürokratische Last und Bevormundung empfunden<sup>1</sup>.

Dies vorausgeschickt, wollen wir im Nachfolgenden versuchen, einige aus unserer Sicht besonders wichtige und „neuralgische“ Punkte bei denen wir deutlichen Änderungs- bzw. Nachbesserungsbedarf der bestehenden Regelungen sehen, überblicksartig aufzuzeigen und einen Ansatzpunkt für weitere, vertiefte Diskussionen zu liefern:

## **1. Komplexität und Unübersichtlichkeit der Rechtssetzungsakte**

Gleichsam „vor die Klammer gezogen“ möchten wir anmerken, dass gerade für kleinere und mittlere Wertpapierfirmen die reine Textflut und die damit einhergehende Komplexität des Regelwerks selber auf den „Leveln I-III“, mit dem Nebeneinander von Richtlinien und Verordnungen, technischen und regulatorischen Standards sowie Leitlinien bis hin zu einer zunehmenden Flut von „Q&As“, deren Entstehen intransparent und deren rechtliche Verbindlichkeit letztendlich fragwürdig sind und die zudem nicht in die Amtssprachen der Union übersetzt werden, bei allem guten

---

<sup>1</sup> Vgl.hierzu auch die von der Deutschen Kreditwirtschaft in Auftrag gegebene Untersuchung: Prof. Dr. Stephan Paul, Nicola Schröder, M.Sc., Simon Schumacher, M.Sc., Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft Ruhr-Universität Bochum, Auswirkungsstudie MiFID II/MiFIR und PRIIPs-VO: Effektivität und Effizienz der Neuregelungen vor dem Hintergrund des Anleger- und Verbraucherschutzes - Eine qualitativ-empirische Analyse, Abschlussbericht Februar 2019, URL: [https://die-dk.de/media/files/DK\\_Auswirkungsstudie\\_Mifid\\_Mifir.pdf](https://die-dk.de/media/files/DK_Auswirkungsstudie_Mifid_Mifir.pdf)

Willen in der Praxis immer wieder zu Unsicherheiten hinsichtlich der regulatorischen Anforderungen und des rechtskonformen Verhaltens im Einzelfall führen.

Nicht allein, dass die Normen in Ihrem Detaillierungsgrad und dem verzweigten Ineinandergreifen unterschiedlicher Teilregelungen und nachgeordneter Präzisierungen selbst für Fachleute häufig schlicht nicht mehr überschaubar sind, vielmehr scheinen auch die Aufsichtsbehörden zuweilen durch die Flut von in nationale Regelungsgefüge zu übernehmende Detailregelungen zum Teil schlicht überfordert. Dies führt im Ergebnis nicht selten zu einem höchst unterschiedlichen Umgang mit Regelungsinhalten, etwa in der Frage, ob die in Leitlinien formulierten Vorgaben in die jeweiligen mitgliedstaatlichen Regelwerke integriert oder schlicht den Normadressaten als quasi eigenständige Vorschriften vorgelegt werden.

Es liegt auf der Hand, dass hierdurch die aufsichtsrechtliche Konvergenz nicht gefördert wird und wir nach wie vor von einem „Single-Rulebook“, welches den Namen verdienen würde, weit entfernt sind. Weiterhin entstehen unabhängig von der Fragen der Handhabbarkeit Fragen der gesetzgeberischen Legitimation, wenn ein immer größerer Teil der praxisrelevanten Regeln erst auf „Level II“ oder „Level III“ konkretisiert werden. Zwar treten die beschriebenen gesetzssystematischen Probleme nicht nur im Bereich MiFID II/MiFIR auf, doch erscheint das MiFID II/MiFIR-Regelungsuniversum geradezu ein Paradebeispiel des beschriebenen Problems zu sein.

Ein besonderes Problem stellen dabei weiterhin die in Ihrem Entstehungsprozess letztendlich intransparenten, gleichwohl immer weitere Bedeutung erlangenden „Q&As“ dar, die seitens der ESMA lediglich in Englisch veröffentlicht werden. Hier vertreten wir nach wie vor mit Nachdruck die Auffassung, dass regulatorische Vorgaben, gleich welcher Art, für hiesige Normadressaten nur dann eine Wirkung entfalten können bzw. in deren Verhalten „zu berücksichtigen“ sind, wenn diese in einer autorisierten Übersetzung in deutscher Sprache vorliegen. Denn auch im Bereich der Finanzmarktregulierung gilt die verbindliche Norm des § 23 Abs. 1 Verwaltungsverfahrensgesetz: *„Die Amtssprache ist Deutsch“*.

## **2. Datenmanagement, Dokumentations-, Veröffentlichungs- und Berichtspflichten**

Wie bereits einleitend angemerkt, wurden mit MiFID II/MiFIR-eine ganze Reihe neuer Überwachungs-, Dokumentations-, Veröffentlichungs- und Berichtspflichten geschaffen und bestehende Vorgaben in einem Umfang erweitert, dass eine detaillierte Auflistung hier den Rahmen sprengen würde. Hierdurch haben insbesondere die Komplexität und das Volumen elektronisch zu verarbeitender Daten – und damit die IT-getriebenen Kosten für die betroffenen Wertpapierfirmen, Banken und Handelsplätze – exponentiell zugenommen.

Dabei ist der unmittelbare Nutzen im Sinne einer Verbesserung der Dienstleistungsqualität, der Marktintegrität, des Verbraucherschutzes oder der Aufsichtsqualität häufig nicht nachvollziehbar. Vielmehr entsteht bei den Betroffenen der Eindruck, dass in zunehmendem Maße teure, aufsichtsrechtlich induzierte „Daten-

friedhöfe“ entstehen. Dabei hat sich gezeigt, dass nicht nur die beaufsichtigten Institute sondern auch die Aufsichtsbehörden, insbesondere in der Anlaufphase, mit Blick auf die MiFID II/MiFIR-induzierte Datenverarbeitung an die Grenzen des technisch Machbaren gestoßen sind. Beispielhaft nachvollziehen lässt sich dies an dem, gegenüber den MiFID I Vorgaben völlig neu gestalteten System der Transaktionsmeldungen nach MiFIR.

*Nicht nur aus ökonomischen, sondern auch aus datenschutzrechtlichen Gründen sollte daher im Zuge der MiFID II/MiFIR-Review überall dort, wo Daten erhoben, gespeichert und ausgewertet werden überprüft werden, ob der Umfang und der hierdurch entstehende technische und ökonomische Aufwand erforderlich und angemessen sind.*

## **2.1. Legal Entity Identifier - “Issuer-LEI”**

Ein besonderes, bis heute nur unzureichend gelöstes technisches Problem im Bereich der Transaktionsmeldungen ergibt sich aus dem erst auf Level II auf Vorschlag von ESMA definierten Erfordernis, wonach die Identifikation des Emittenten der gehandelten Wertpapiere ausschließlich über den sog. “Legal Entity Identifier” (LEI) erfolgen soll.

Die Einführung des LEI-Konzepts als global einheitlichem Identifizierungscode, nicht nur für Wertpapieremittenten, sondern für juristische Personen allgemein, beruht auf einer Initiative der G20 aus dem Jahre 2011 und stellt eine der technischen Reaktionen auf die vorangegangene globale Finanzkrise dar. Der bwf und große Teile der Finanzwirtschaft unterstützen diese Initiative im Grundsatz. Das Problem besteht jedoch darin, dass die Umsetzung auf internationaler Ebene zum Teil sehr verhalten erfolgt ist und noch längst keine flächendeckende Verpflichtung zur Beantragung einer LEI existiert bzw. existierende Verpflichtungen teilweise schlicht nicht durchgesetzt werden. Mit dem Ergebnis, dass bis heute längst nicht alle in der Europäischen Union handelbaren Wertpapiere über einen Issuer-LEI (LEI des Emittenten) verfügen.<sup>2</sup>

Erst kurz vor Inkrafttreten von MiFID II/MiFIR hat ESMA sich in einer Verlautbarung vom 20. Dezember 2017 einverstanden erklärt, dass für Wertpapiere für die kein Issuer-LEI verfügbar ist *übergangsweise* die LEI des Handelsplatzes verwendet werden kann<sup>3</sup>. *Da absehbar ist, dass für zahlreiche der in der Europäischen Union gehandelten Wertpapiere, aufgrund der mangelhaften Durchsetzung der seitens der G20 beschlossenen Vorgaben, auch zukünftig kein Issuer-LEI verfügbar sein wird, halten wir es im Sinne der Rechtssicherheit und nicht zuletzt des Investorenschutzes für dringend erforderlich, dass im Zuge der MiFID*

---

<sup>2</sup> Zur LEI-Abdeckungsquote vgl. Progress report by the Legal Entity Identifier Regulatory Oversight Committee (LEI ROC), The Global LEI System and regulatory uses of the LEI, 30 April 2018, URL: [https://www.leiroc.org/publications/gls/roc\\_20180502-1.pdf](https://www.leiroc.org/publications/gls/roc_20180502-1.pdf)

<sup>3</sup> ESMA statement to support the smooth introduction of the LEI requirements, 20 December 2017, ESMA70-145-401, URL: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-statement-lei-implementation-under-mifid-ii>

*II/MiFIR-Review eine Altfallregelung normiert wird, wonach für bereits innerhalb der Europäischen Union gehandelte Wertpapiere für die keine Issuer-LEI verfügbar ist, wie bisher ersatzweise der LEI des jeweiligen Handelsplatzes verwendet werden kann.*

## **2.2. Veröffentlichung der fünf wichtigsten Handelsplätze**

Als Beispiel für die überbordenden, vom Informationswert her fragwürdigen aktuellen Vorschriften im Bereich des Datenmanagements sei die jährliche Veröffentlichungspflicht der fünf, nach Handelsvolumen wichtigsten und für jede Asset-Klasse zu bestimmenden Handelsplätze nach Art. 27 Abs. 6 MIFID II im Rahmen der Erfüllung der Best-Execution Verpflichtungen genannt. Die Erfüllung der Vorschrift ist für die betroffenen Firmen mit erheblichem technischem Aufwand und gerade für kleinere Wertpapierfirmen mit überproportional hohen Kosten verbunden ohne dass erkennbar wäre, welchen konkret verwertbaren Nutzen eine solche, rückschauende, rein prozentuale Auswertung für den Kunden der Wertpapierfirma haben soll.

*Die Vorschrift zur jährlichen Ermittlung und Veröffentlichung der fünf volumenstärksten Handelsplätze für jede Asset-Klasse sollte deshalb ersatzlos gestrichen werden.*

## **3. Handelspflicht für Aktien („Share Trading Obligation“) und Äquivalenzregime**

Die Vorschrift nach Artikel 23 MiFIR, in der Europäischen Union zum Handel zugelassene Aktien ausschließlich an Handelsplätzen innerhalb der Europäischen Union zu handeln, soweit kein von der Kommission als „äquivalent“ eingestuftes Handelsplatz in einem Drittland existiert, hat sich in der vorliegenden generalisierenden Form nicht bewährt. Dabei unterstützen wir ausdrücklich das mit der Regelung angestrebte Ziel, dass ein möglichst großer Teil des Wertpapierhandels an regulierten Handelsplätzen innerhalb der EU stattfinden soll; die Regelung schießt jedoch über das Ziel hinaus und ist im Ergebnis mit negativen Folgen für die Anleger verbunden.

Gerade der intermediärgestützte Handel an den hiesigen Börsen ist dadurch gekennzeichnet, dass er insbesondere dem Kleinanleger einen mit Blick auf die zu antizipierenden Transaktionskosten attraktiven Zugang zu einem breiten Universum an europäischen aber auch außereuropäischen Aktien und anderen Wertpapieren ermöglicht. Dabei sind es häufig im bwf organisierte Firmen, die als „Skontroführer“, „Spezialisten“ oder „Qualified Liquidity Provider“ liquiditätsspendend tätig sind und dem Anleger den jederzeitigen Handel auch in kleineren Volumina ermöglichen, was am jeweiligen Heimatmarkt aufgrund der im grenzüberschreitenden Geschäft, gerade in Drittstaaten, zu antizipierenden Transaktionskosten häufig nicht wirtschaftlich sinnvoll möglich wäre. Diese Angebotsvielfalt wird jedoch zum Nachteil der Anleger behindert, wenn die als Liquidity Provider bzw. Market Maker an den hiesigen Handelsplätzen agierenden Wertpapierfirmen sich bei innerhalb der EU wenig liquiden Drittstaatenpapieren aufgrund der Trading Obligation nicht mehr am jeweiligen Heimatmarkt eindecken bzw. glattstellen können.

Zwar wurde das Problem kurz vor Inkrafttreten von MiFID II/MiFIR insbesondere dadurch ein Stück weit entschärft, das ESMA in einer Verlautbarung vom 17. November 2017 erklärte, dass für Drittstaaten, für welche die Kommission gegenwärtig keine Äquivalenzentscheidung vorbereite, generalisierend angenommen werde, dass der Handel von Wertpapieren aus der Gruppe der erstgenannten Drittstaaten innerhalb der Union nicht systematisch, regelmäßig und häufig („systematic, regular and frequent“) erfolge und die betroffenen Wertpapiere daher von der Anwendung der Trading Obligation ausgenommen seien<sup>4</sup>, gleichwohl kann dieser „regulatorische Kunstgriff“ auf Dauer nicht befriedigen. Dies nicht nur deshalb, weil es sich um keinen verbindlichen Rechtstext handelt und insofern erhebliche Rechtsunsicherheiten bestehen bleiben, sondern auch deshalb, weil sich im Lichte des geplanten Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union („Brexit“) – für den Fall einer fehlenden Äquivalenzklärung der Kommission – das Problem dramatisch verschärfen würde.

*Eine angemessene und rechtssichere Lösung des Problems könnte u.E. darin bestehen, dass der Level I Text so überarbeitet wird, dass die „Share Trading Obligation“ zukünftig nur noch für solche Aktien gelten sollte, bei denen der liquideste Handelsplatz innerhalb der Europäischen Union liegt.*

Eine solche Regelung käme freilich für das durch den „Brexit“ entstehende Problem, dass aufgrund des zukünftigen Drittstaatenstatus des Vereinigten Königreichs, durch den die Handelsplätze innerhalb der Europäischen Union von einem wesentlichen Teil der Handelsliquidität abgeschnitten würden schlicht zu spät. Die sich hieraus potentiell ergebenden Verwerfungen sind gegenwärtig kaum abschätzbar.

In diesem Zusammenhang sei angemerkt, dass auch die seitens des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages aktuell vorgeschlagene Ergänzung des Brexit-Steuerbegleitgesetzes zu einer Übergangsregelung für die Erlaubnispflicht von Märkten für Finanzinstrumente (WpHG § 102 Abs. 4 –neu–)<sup>5</sup>, aufgrund der für Aktien (aber auch für Derivate) bestehenden „Trading Obligation“ nur eine sehr begrenzte Wirkung entfalten dürfte.

Es ist daher von entscheidender Bedeutung und liegt im wohlverstandenen Eigeninteresse der verbleibenden „EU 27“, dass seitens der Kommission rechtzeitig eine „Äquivalenzentscheidung“ getroffen wird. Angesichts des Umstands, dass kein Zweifel daran bestehen kann, dass Handelsplätze wie auch die Marktinfrastruktur des Vereinigten Königreichs, welche derzeit den mit Abstand wichtigsten Finanzmarkt der EU ausmachen, aufgrund der augenblicklich noch fortbestehenden Mit-

---

<sup>4</sup> ESMA clarifies trading obligation for shares under MiFID II, 13 November 2017, URL:

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-clarifies-trading-obligation-shares-under-mifid-ii>

<sup>5</sup> Deutscher Bundestag, Drucksache 19/7959, 19. Wahlperiode, 20.02.2019, Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksache 19/7377 – Entwurf eines Gesetzes über steuerliche und weitere Begleitregelungen zum Austritt des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland aus der Europäischen Union (Brexit-Steuerbegleitgesetz – Brexit-StBG), URL: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/19/079/1907959.pdf>

gliedschaft des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union die Voraussetzungen einer Äquivalenz erfüllen, ist es aus unserer Sicht unverständlich und im Grunde unverantwortlich, dass derzeit der Eindruck entstehen muss, die Frage der zukünftigen Äquivalenz sei „Verhandlungsmasse“ in den Brexit-Verhandlungen und damit von einem im Grunde sachfremden politischen Kalkül bestimmt.

Ganz ähnlich verhält es sich im Übrigen in der Frage der zukünftigen Anerkennung der Äquivalenz der Schweizer Börse. Hier hat die Europäische Kommission bekanntlich zunächst nur eine auf ein Jahr befristete Äquivalenzklärung abgegeben und diese erst im Dezember 2018 „in letzter Minute“ und zudem nur um weitere sechs Monate bis Juni 2019 verlängert<sup>6</sup>. Bereits die zeitliche Befristung ohne Angabe substantieller sachlicher Gründe lässt erkennen, dass auch in diesem Fall die Entscheidung über die Handelsplatzäquivalenz als politisches Druckmittel eingesetzt wird.

*Vor diesem Hintergrund sprechen wir uns mit Nachdruck dafür aus, die Voraussetzungen für Äquivalenzentscheidungen im Rahmen des MiFID II/MiFIR-Regimes in Zukunft objektiver zu fassen und Begrenzungen nur noch dann zuzulassen, wenn das Fortbestehen der Äquivalenz nach einer Übergangszeit von der Erfüllung klar sachbezogener Faktoren abhängig gemacht werden soll.*

#### 4. Periodic Auctions

Im Bereich der Marktmodelle haben sich in letzter Zeit sogenannte „Periodic Auctions“ oder „Frequent-Batch-Auctions“ politische Aufmerksamkeit erlangt. Gegenüber traditionellen und lang bewährten Auktionsformen, insbesondere den Eröffnungs- und Schlussauktionen bei Marktmodellen, die ansonsten auf einem fortlaufenden Handel in offenen elektronischen Orderbüchern basieren, zeichnen sich die benannten neuen Auktionsformen insbesondere durch sehr kurze, i.d.R. nur wenige Millisekunden dauernde Auktionsphasen aus.

In der politischen Diskussion wurde die Befürchtung geäußert, dass diese neuen, im hiesigen Handel allerdings bisher keine Rolle spielenden, Auktionsformen geeignet sein könnten, den mit MiFID II/MiFIR eingeführten sog. „Double Volume Cap“ zur Begrenzung des Handels an nicht der Vorhandelstransparenz unterliegenden sog. „Dark-Pools“, zu unterlaufen (basierend auf der Überlegung, dass sich Auktionen nicht beliebig verkürzen lassen ohne ihren Charakter als multilaterale Formen der Preisermittlung *de facto* zu verlieren).

Daraufhin hat ESMA Ende 2018 einen „Call for Evidence“<sup>7</sup> durchgeführt, um zu erörtern, ob eine gesonderte Regulierung der benannten „Periodic Auctions“ seitens der Marktteilnehmer für sinnvoll und erforderlich gehalten wird. Denkbar wäre

---

<sup>6</sup> Presseerklärung der Europäischen Kommission, 17.12.2018, EU gewährt Schweiz Aufschub bei Börsenäquivalenz, URL: [https://ec.europa.eu/germany/news/schweiz20181217\\_de](https://ec.europa.eu/germany/news/schweiz20181217_de)

<sup>7</sup> European Securities and Markets Authority, Call for evidence - Periodic auctions for equity instruments, 9 November 2018, ESMA70-156-785, URL: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-785\\_call\\_for\\_evidence\\_periodic\\_auctions\\_for\\_equity\\_instruments.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-785_call_for_evidence_periodic_auctions_for_equity_instruments.pdf)

hierbei auf technischer Ebene insbesondere die Normierung einer Mindestdauer für die Aufrufphase von Auktionen im Wertpapierhandel. ESMA ist gegenwärtig noch mit der Auswertung der fast dreißig, auf den „Call for Evidence“ eingegangenen Antworten beschäftigt.

Da die benannten Handelsformen für die Geschäftsmodelle unserer Mitglieder bisher keine Rolle spielen, enthalten wir uns zum gegenwärtigen Zeitpunkt einer Beantwortung der Frage, ob die benannten neuen Auktionsformen einer gesonderten Regulierung bedürfen.

*Sollte sich der europäische Gesetzgeber zu einer Regulierung von „Periodic Auctions“ in Form einer Mindestauktionsdauer entschließen, so erscheint uns jedoch wichtig, dass eine entsprechende Gesetzesänderung auf „Level I“ normiert wird, denn jeder, den Faktor Zeit betreffende Eingriff in das Handelsgeschehen, hat solch weitreichende Folgen, dass u.E. hierfür zwingend eine Legitimation durch den europäischen Gesetzgeber selber erforderlich erscheint.<sup>8</sup>*

## 5. Bepreisung von Marktdaten

Die Aufwendungen für Marktdaten stellen einen erheblichen und im Zeitverlauf stark gestiegenen Kostenblock für Banken und Wertpapierfirmen unterschiedlichen Typs dar. Die Frage, ob die für Marktdaten seitens der Handelsplätze und Datenaggregatoren erhobenen Preise angemessen sind oder nicht und ob es dementsprechend ggf. einer Marktintervention in Form von Regulierungsmaßnahmen bedarf, war bereits Teil der Diskussion zu MiFID I und nahm auch im Rahmen der Konsultationen zu MiFID II/MiFIR einen breiten Raum ein.<sup>9</sup>

Bestimmend blieb auch im Rahmen von MiFID II am Ende die aus MiFID I übernommene Vorgabe, dass Marktdaten zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen („reasonable commercial basis“) angeboten werden müssen. Und obgleich sich 17, mit Anhängen gar 52 von insgesamt 446 Seiten, mithin annähernd 12% des Textes (sic!) in ESMA's an die Kommission gerichteten Final Report zum „Technical Advice“ zu MiFID II und MiFIR mit der Frage befassen, was denn nun unter einer „reasonable

---

<sup>8</sup> Erinnert sei in diesem Zusammenhang an den ursprünglichen Vorschlag des Europäischen Parlaments, im Zuge von MiFID II zur Entschleunigung des Handelsgeschehens eine Mindestverweildauer („Minimum Resting Time“) für an einen Handelsplatz geleitete Aufträge vorzusehen. Zwar fand der Vorschlag letztendlich nicht die erforderliche politische Zustimmung, wichtig erscheint uns jedoch darauf hinzuweisen, dass auch diese den Faktor Zeit betreffende Regulierung auf „Level I“ normiert worden wäre.

<sup>9</sup> Die grundlegende Diskussion um die Bepreisung von Marktdaten ist indes noch sehr viel älter und lässt sich bis weit ins zwanzigste Jahrhundert zurückverfolgen und umfasst auch die grundlegende, „philosophisch“, rechtlich wie ökonomisch relevante Frage: „wem gehört der (Börsen)preis“? Schließlich entsteht ein Preis nicht durch Aktivitäten des Handelsplatzes, der ihn später verkauft, sondern aufgrund der Interaktion zweier oder mehrerer Marktteilnehmer, die in der Summe der aus betriebswirtschaftlichen oder regulatorischen Gründen zu erwerbenden Marktdaten, im Ergebnis nicht selten auch für ihre eigenen Preise als Teil des Marktdatenstroms „zur Kasse geben“ werden.



commercial basis“ zu verstehen sein soll<sup>10</sup>, fand im Grunde keine wirksame über die auf diesem, aus MiFID I übernommen, unbestimmten Rechtsbegriff hinausgehende Regulierung statt.

Das Thema ist auch deshalb brisant, weil die Regulierung selber, insbesondere durch die Vorgaben von MiFID I, den Wettbewerb unter den Handelsplätzen durch ein Aufbrechen von in vielen Mitgliedsstaaten vormalig bestehender Börsenmonopole (Stichwort: „concentration rule“) zu befördern und der daraus resultierenden Fragmentierung von Handelsplätzen selber nicht unwesentlich zum Entstehen bzw. zur Verschärfung des Problems beigetragen hat.

So wünschenswert die aus dem Wettbewerb der Handelsplätze resultierende Reduzierung der Handelskosten aus Sicht der Anleger auch sein mag, so führt die beschriebene Fragmentierung dazu, dass hierdurch im Hinblick auf die Marktdaten eine Vielzahl neuer mit Blick auf den jeweiligen Handelsplatz „natürlicher“ Monopole entstanden sind.

Aus ökonomischer Sicht ist dabei nachvollziehbar, dass Handelsplätze versuchen, die aufgrund des verschärften Wettbewerbs erodierenden Margen bei den Handelskosten nach Möglichkeit durch zusätzliche, durch den Verkauf (bzw. die „Lizensierung“) von Marktdaten generierte Einnahmen auszugleichen. Dabei stellen die zur Verfügung Stellung von Handelsinfrastruktur und das Angebot von durch den Handel generierten Marktdaten ganz offensichtlich Kuppelprodukte dar. Hierbei ist weiterhin zu bedenken, dass die eigenen Marktdaten als Vergleichs- und Referenzpreise umso wertvoller werden, je besser es einem Handelsplatz gelingt im Wettbewerb – und damit im Zweifel durch Margenverzicht auf der Handelsseite – einen möglichst hohen Teil der Gesamtliquidität in den gehandelten Wertpapiergattungen auf sich zu vereinen.

Das strukturelle Problem wird nun dadurch verschärft, dass ein wie beschrieben von „natürlichen“ Monopolisten bereitgestelltes Angebot an Marktdaten – ein Umstand, der für sich bereits gesteigerte regulatorische Aufmerksamkeit verdient – auf eine, ökonomisch gesprochen, höchst „unelastische“, mithin preisunsensible Nachfrage trifft, wobei – und hier schließt sich der Kreis – die mangelnde Preissensibilität zu einem ganz wesentlichen Teil ihre Ursache in den regulatorischen Vorgaben selber hat.

Egal ob bei der bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen („Best Execution“), im Rahmen des Market Making oder für die Performance-Messung von Portfolio- und Asset-Managern, in allen Fällen kommen Marktteilnehmer – nicht zuletzt zur Erfüllung der ihnen obliegenden regulatorischen Pflicht – nicht umhin, Marktdaten für ein und das selbe Wertpapier, häufig von mehreren relevanten Handelsplätzen

---

<sup>10</sup> Vgl. European Securities and Market Authority, Final Report, ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 19December2014| ESMA/2014/1569, Seite 265-317, URL: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569\\_final\\_report\\_-\\_esmas\\_technical\\_advice\\_to\\_the\\_commission\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf)

bzw. über entsprechende Marktdatenaggregatoren – zu beziehen. Wobei hinzu-  
kommt, dass die Datenströme häufig nur unzureichend selektiert werden können,  
sondern „im Paket“ abgenommen werden müssen.

Ein umfassende quantitative Aufarbeitung des Problems, die neben dem Problem  
der monopolistischen Anbieterstruktur auch auf die Diskrepanz hinweist, dass wäh-  
rend die seitens der Marktteilnehmer zu antizipierenden Marktdatenkosten in den  
vergangenen Jahren beständig gestiegen sind, die anbieterseitigen Kosten für die  
technische Bereitstellung dieser Daten in Folge des technischen Fortschritts zeit-  
gleich erheblich gesunken sind, findet sich in der dankenswerter Weise von unseren  
Kollegen der dänischen und schwedischen, die dortigen Wertpapierhändler vertre-  
tenden Verbände in Auftrag gegebenen, von der Beratungsfirma Copenhagen Eco-  
nomics durchgeführten Studie<sup>11</sup> „Pricing of Market Data“ vom November 2018.<sup>12</sup>

Dabei kommt die Untersuchung bei einer beispielhaften Analyse der Marktdaten-  
kosten der Nasdaq Nordic etwa zu dem Ergebnis, dass die Kosten für die Nutzung  
von Handelsdaten seit 2008 inflationsbereinigt um 30-60% gestiegen sind. Zur  
Vermeidung der Ausnutzung der strukturellen Abhängigkeit der Marktdatenach-  
frager von den datenbereitstellenden Handelsplätzen, schlagen die Autoren vor, die  
seitens der Handelsplätze bereitgestellten „Rohdaten“ zukünftig verpflichtend nach  
einem Grenzkostenmodell zu bepreisen.

*Unabhängig von einer Bewertung dieses Lösungsvorschlags sind auch wir der Auffas-  
sung, dass aufgrund der beschriebenen Kombination aus monopolistischer Angebots-  
struktur (die auf der Ebene der Datenaggregation mit den beiden dominierenden An-  
bietern Thomson Reuters und Bloomberg in eine oligopolistische Struktur übergeht)  
und der regulatorisch induzierten preisunelastischen Nachfrage die Frage einer mögli-*

---

<sup>11</sup> Copenhagen Economics, Authors: Sigmund Næss-Schmidt, Jonas Bjarke Jensen, Christian Heebøll, PRICING OF  
MARKET DATA, COMMISSIONED BY THE DANISH AND SWEDISH SECURITY DEALERS ASSOCIATIONS, 28 NO-  
VEMBER 2018, URL:

<https://www.copenhageneconomics.com/dyn/resources/Publication/publicationPDF/6/466/1543587169/pricing-of-market-data.pdf>

<sup>12</sup> Dass es sich bei der Erzielung von zum Teil exorbitanten Monopolrenditen durch weit über den Gestehungs-  
kosten liegenden Preisen und Gebühren nicht um ein rein europäisches Problem handelt, demonstriert ein-  
drucksvoll auch die aktuelle Analyse des US-amerikanischen Börsenbetreibers IEX Group: The Costs of Exchan-  
ge Services, Disclosing the Cost of Offering Market Data and Connectivity as a National Securities Exchange,  
January 2019, URL: <https://iextrading.com/docs/The%20Cost%20of%20Exchange%20Services.pdf>

In diesem Zusammenhang nicht uninteressant ist zudem die eine Entscheidung der amerikanischen Börsen-  
aufsichtsbehörde SEC, die in einer Entscheidung vom Oktober 2018 sowohl der NYSE wie der NASDAQ auf  
Antrag der Wertpapierhändlervereinigung SIFMA Preiserhöhungen für Orderbuchdaten untersagt hatte. Vgl.  
hierzu SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Washington, D.C., SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934,  
Release No. 84432 / October 16, 2018, Admin. Proc. File No. 3-15350, In the Matter of the Application of, SECURI-  
TIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION For Review of Action taken by NYSE Arca, Inc., and  
Nasdaq Stock Market LLC, URL: <https://www.sec.gov/litigation/opinions/2018/34-84432.pdf>

chen Entgeltregulierung im Rahmen der MiFID II-Review eine zentrale Stelle einnehmen sollte.<sup>13</sup>

Dabei sollte bei der Entwicklung geeigneter, nach den Grundsätzen der Billigkeit und Angemessenheit zu entwickelnden Preisfindungsmodellen und allgemeinen Entgeltgrundsätzen, insbesondere auch auf die institutionalisierte Einbindung der Endnutzer (etwa in Form eines „User-Committees“) einerseits und einer weitreichenden Darlegungspflicht der Datenanbieter andererseits geachtet werden. Neben der Frage der eigentlichen Entgeltbestimmung, sollten zudem weitere, die Stellung der Datenabnehmer stärkende, flankierende Rahmenfaktoren wie das „Unbundling“ oder im Streitfall ein Verbot der Abschaltung von Datenfeeds mit berücksichtigt werden.

## 6. „Unbundling“ von Research

In Folge der seinerzeit für viele überraschenden und mit Blick auf die Gesetzgebungskompetenz nicht unumstrittenen „Level II“-Entscheidung, die Weitergabe von Research-Berichten ggf. als „Zuwendungen“ anzusehen und die Bezahlung von Research über die Ausführungskosten von Wertpapierorders zu verbieten („Unbundling“), hat sich der Markt für Investment-Research in der Europäischen Union fundamental gewandelt. Dies war verbunden mit negativen Folgen insbesondere für kleinere Researchanbieter und hatte auch negative Ausstrahlungseffekte mit Blick auf den Kapitalmarktzugang insbesondere kleinerer und mittlerer Emittenten.

Während im „Blue Chip“-Segment weiterhin ein funktionierender Markt mit hinreichend großen Volumina für Research-Produkte existiert und ein entsprechendes Coverage der Emittenten gewährleistet ist, sind im Micro-/Small<sup>14</sup>- und Mid-Cap<sup>15</sup> Bereich aus unserer Sicht deutliche negative Auswirkungen zu verzeichnen.

Aus Sicht der Researchanbieter zeichnet sich dabei folgendes Bild: Aufgrund des deutlich gestiegenen administrativen Aufwands und der erheblichen Kostenkonkurrenz durch große Anbieter (insbesondere internationale Broker und Investmentbanken), entsteht bei mittelständischen, klassischen „KMU-Häusern“ ein erheblicher Konsolidierungs- und Wettbewerbsdruck, der nicht selten zur Aufgabe eigener Research-Abteilungen oder gar zu einem Marktaustritt führen kann.

Große, international aufgestellte Anbieter hingegen, spielen ihre Skaleneffekte und Synergien mit „Kampfpreisen“<sup>16</sup> für den Zugang zu Researchdatenbanken aus und

---

<sup>13</sup> Im Grunde erscheint es unverständlich, dass gerade im Finanzmarktbereich hinsichtlich des regulativen Eingriffs in monopolistisch/oligopolistische Angebotsstrukturen bisher eine solch hohe Zurückhaltung zu beobachten ist, während in anderen Wirtschaftsbereichen durchaus regulativ interveniert wird. Mit Blick auf die hiesige Wirtschaft sei hierbei nur beispielhaft auf die Funktion der Bundesnetzagentur verwiesen.

<sup>14</sup> KMUs mit bis 500 Mio Euro Marktkapitalisierung

<sup>15</sup> Emittenten mit bis zu ca. 5 Mrd Euro Marktkapitalisierung

<sup>16</sup> Als Zahlen werden marktseitig z.B. „Paketpreise“ von jährlich 10 Tsd Euro, statt vormals 100 Tsd Euro im Jahr für den unbeschränkten Zugang zu Researchdatenbanken großer Anbieter genannt. Das „Mark-Up“ Pricing,

setzen damit kleinere und mittlere Broker unter Druck, die wiederum typischerweise Research für KMU-Emittenten produzieren bzw. produziert haben. Bei den großen Anbietern spielt das Research für KMU-Emittenten hingegen kaum eine Rolle, weil sich die Researchabdeckung an den Mindestvolumina bei Kapitalmarktbegleitungen orientiert. Unterhalb bestimmter Schwellenwerte sind IPOs für große Häuser schlicht uninteressant.

Aus Sicht kleinerer und mittlerer Emittenten bedeutet dies zumeist, dass – sofern überhaupt noch ein Coverage stattfindet – das Research sowie anschließende Corporate Access-Maßnahmen vom Emittenten selber bezahlt werden müssen, wodurch sich die Zugangskosten zum Kapitalmarkt insgesamt erhöhen. Hinzu kommt, dass emittentenfinanziertes Research häufig als weniger aussagekräftig und ggf. weniger neutral angesehen wird (Stichwort: „Gefälligkeits-Research“).

Auf der Nachfrageseite der individuellen und kollektiven Portfolio- und Asset-Manager führen die regulatorisch bedingten Strukturveränderungen und die geringere Verfügbarkeit von Research insbesondere für Micro-/Small-Cap Emittenten beinahe zwangsläufig zu einem rückläufigen Interesse und einem veränderten Anlageverhalten, in dem ein weniger transparenter – und in der Folge noch weniger liquide – KMU-Markt geringere Aufmerksamkeit und Investitionsvolumina erzielt. Eine Kompensation des geringeren Investoreninteresses im institutionellen Bereich durch eine stärkere Retailorientierung ist den Emittenten und den sie begleitenden Wertpapierhäuser aus verschiedenen marktstrukturellen und regulatorischen Gründen zudem nur bedingt möglich.

Gleichwohl stellen auch Privatanleger eine wichtige Investorengruppe für KMU-Emittenten dar. Auch diese sind von den Strukturveränderungen negativ betroffen. Da Banken die Beratung wegen der Regulierung insgesamt einstellen oder auf „gecoverte Big Caps“ beschränken und aufgrund weiterer regulatorischer Hürden (Product Governance, Zielmarktdefinitionen etc.) erhalten immer weniger Privatanleger Zugang zu Kapitalmarkttransaktionen von KMU. Zudem erhalten Privatanleger kaum noch Zugriff auf Research.

Die abnehmende Nachfrage führt zu Bewertungsnachteilen und -abschlägen und in Verbindung mit den zunehmenden Kosten zu einer weiter auseinanderklaffenden Schere was das Kosten / Nutzen Verhältnis hinsichtlich des Kapitalmarktzugangs kleinerer und mittlerer Emittenten betrifft und zu erhöhten Risiken bezüglich Transaktionssicherheit, der diese begleitenden Emissionshäuser/Wertpapierfirmen. Steigende Kosten der Regulierung führen zudem strukturell zu größeren Einheiten auch auf der Investorensseite und damit zu größeren Portfolios die dann wegen der Größenunterschiede zwischen Portfoliovolumen und KMU Marktkapitalisierung weniger in KMU sondern strukturell in größere Unternehmen investieren.

---

spricht die Generierung deutlich höherer Deckungsbeiträge, findet nach Marktäußerungen demgegenüber inzwischen auf den nachgeordneten Ebenen bei der Erbringung von Dienstleistungen im Rahmen des „Corporate Access“ (Kontakt zu Analysten, Teilnahme an Konferenzen und Roadshows, etc.) statt.

Im Ergebnis muss konstatiert werden, dass MiFID II mit der allein regulatorisch bedingten und einer von der gesetzgeberischen Legitimation („Level II“ Maßnahme) her zweifelhaften Grundlage, gerade dem Marktsegment (Stichwort: „KMU-Wachstumsmarkt“), welches durch die Kapitalmarktunion eigentlich besonders gefördert werden soll, geradezu einen „Bärendienst“ erwiesen hat.

*Im Rahmen der MiFID II/MiFIR-Review sollte daher der Frage einer größeren Kohärenz mit den Zielen der Kapitalmarktunion im Allgemein und der Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für KMU-Emittenten (einschließlich der Sicherstellung eines hinreichenden Research-Coverings) größere Aufmerksamkeit geschenkt werden. Letztendlich sollte auch noch einmal überprüft werden, ob man im Licht der bisherigen Erfahrungen mit dem „Unbundling“ von Research und Brokerage-Leistungen und der Klassifizierung von Research als Zuwendung regulatorisch den richtigen Weg eingeschlagen hat.*

## **7. Reichweite des Zuwendungsverbot**

In Bezug auf das mit § 70 WpHG umgesetzte Zuwendungsverbot besteht im Markt nach wie vor Verunsicherung zur Reichweite des Verbots, der konkreten Anforderungen an Qualitätsverbesserungen und deren Nachweis. Ferner bleibt unklar, wann im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung eine Zuwendung erfolgt, die dem Regime des § 70 WpHG unterliegt und wann Leistung und Gegenleistung in einem ausgewogenen Gegenseitigkeitsverhältnis stehen und daher nicht dem § 70 WpHG unterfallen. Hier ist es der Aufsicht bislang nicht gelungen, dem Markt hinreichend rechtssichere Leitplanken zur Abgrenzung aufzuzeigen. Im Gegenteil sorgten Äußerungen zu einem „Gewinnverbot“ hier für Unruhe im Markt.

*Infolge der entstandenen Unsicherheit wäre – unabhängig von der Anstehenden MiFID II/MiFIR-Review – eine entsprechende Klarstellung aus Sicht der beaufsichtigten Institute wünschenswert.*

## **8. Keine „Product Governance“ Pflichten für Market Maker**

Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte klargestellt werden, dass die Vorgaben des § 63 Abs. 5 WpHG sowie des § 12 WpDVerOV für Vertreiber von Finanzinstrumenten keine Anwendung auf Market Maker finden, die insbesondere an den hiesigen Wertpapierbörsen als Skontroführer, Spezialist oder Quality Liquidity Provider tätig sind. Market Maker im Sinne des § 2 Abs. 8 Nr. 2 lit. a) WpHG sind *kein* Teil der Vertriebskette eines Produktes und erbringen ihre Quotierungstätigkeit an den Handelsplätzen nicht gegenüber einem Kunden im Sinne der MiFID.

Vertreiber sind nach Erwägungsgrund 15 und Art 10 Abs 1 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/53 (MiFID-DelRi) lediglich Firmen, die einem Kunden ein Anlageprodukt bzw. eine Wertpapierdienstleistung anbieten, empfehlen oder verkaufen. Market Maker offerieren an Handelsplätzen dem Markt als solchen (d.h. keinem einzelnen Kunden) parallel Kauf- und Verkaufsangebote, um die Handelbarkeit der Papiere für beide Marktseiten sicherzustellen. Dies erfolgt nicht in Bezug auf einen konkreten Kunden oder eine Gruppe potenzieller Kunden. Im anonymen börslichen Handel

sind die hinter dem Handelsteilnehmern stehenden Kunden gänzlich unbekannt. Von daher kann auch keine Zielmarktbestimmung oder ein Abgleich der Zielmarkteinhaltung durch Market Maker erfolgen.

*Auch im Rahmen der anstehenden MiFID II/MiFIR-Review sollte klarstellend normiert werden, dass sich aus den Vorschriften zur Produktaufsicht ergebende Pflichten stets das Bestehen einer Kundenbeziehung voraussetzen und daher auf Geschäfte im Rahmen des Market Making oder in anderen Zusammenhängen, die mit einem – bekannten oder anonymen – (zufälligen) Marktteilnehmer („Market Counterpart“) geschlossen werden, keine Anwendung finden.*

## **9. Geeignete Gegenparteien**

Im Rahmen der Kundenklassifizierung besteht seit den Tagen von MiFID I selbst für „geborene“ geeignete Gegenparteien („Eligible Counterparties“), also insbesondere Banken, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften und Wertpapierfirmen, die Möglichkeit eines „opt out“, d.h. die Möglichkeit sich freiwillig – generell oder partiell (bis hin auf Transaktionsebene) – als Professioneller oder sogar als Privatkunde eingruppiert zu lassen und die damit verbundenen Schutzrechte in Anspruch zu nehmen.

Diese Regelung hat sich aus unserer Sicht nicht bewährt, ist weder im Hinblick auf den Anlegerschutz noch die Marktintegrität erforderlich und umgekehrt anfällig für Missbrauch. So kommt es durchaus vor, dass große institutionelle Kunden im Status einer „geborenen“ geeigneten Gegenpartei von deutlich kleineren Wertpapierfirmen über die sie Wertpapieraufträge ausführen lassen verlangen, statt als geeignete Gegenpartei als professioneller Kunde oder in Einzelfällen gar als Retail-Kunde eingestuft zu werden, allein um im Streifffall eine stärkere rechtliche Verhandlungsposition zu haben. Die Wertpapierfirma muss diesem Ansinnen nicht entsprechen, wird sich gerade bei großen Kunden jedoch sehr genau überlegen, ob sie im Ablehnungsfall riskiert einen wichtigen Kunden zu verlieren.

Entspricht die Wertpapierfirma dem Umgruppierungswunsch, so bedarf es keiner großen Phantasie, dass die Erwartungshaltung des betroffenen Kunden selbstverständlich darauf gerichtet ist, in der Praxis weiterhin wie eine geeignete Gegenpartei behandelt zu werden. Nach unserem Dafürhalten liegt in solchen Fällen eine klare Ausnutzung von Marktmacht vor. *Da es, insbesondere nach der Herausnahme von Gebietskörperschaften im Rahmen von MiFID II aus dem Kreis der „geborenen“ geeigneten Gegenparteien für die „opt out“ Regelung keinen sinnvoll begründbaren Anwendungsfall mehr gibt, setzen wir uns mit Nachdruck dafür ein – begrenzt auf die Gruppe der „geborenen“ geeigneten Gegenparteien – die Möglichkeit eines „opt out“ zu streichen.*

Nicht bewährt hat sich aus unserer Sicht zudem die Anwendung der mit MiFID II eingeführten Regeln zur erhöhten Kostentransparenz („Cost & Charges“) auf geeignete Gegenparteien. Sowohl die mit Blick auf die Informationspflichten vor wie nach dem Geschäftsabschluss, sind diese erkennbar nach den Bedürfnissen von Privat-

kunden gestaltet und allenfalls noch auf bestimmte professionelle Kunden sinnvoll anwendbar.

Die Hauptaufgabe der Kostentransparenz-Regeln besteht darin, den Anleger zu schützen und ihm die entsprechenden Informationen zur Verfügung zu stellen, um informierte Anlageentscheidungen zu treffen bzw. um im Nachhinein diese zu überprüfen. Bereits im Hinblick auf das Geschäftsaufkommen und Handelsfrequenz sind die hiermit verbundenen Regeln in der normierten Form, selbst unter Berücksichtigung der für Geschäfte unter geeigneten Gegenparteien vorgesehenen Erleichterungen, zumeist nicht sinnvoll umsetzbar und stiften für die Betroffenen auch keinen erkennbaren nachhaltigen Nutzen. Vielmehr ist die geeignete Gegenpartei als institutioneller Kunde entweder ohnehin im Besitz der erforderlichen Informationen oder aber die Vertragspartner werden von sich aus maßgeschneiderte („bespoke“) Vereinbarungen zur Informationsbereitstellung hinsichtlich der vereinbarten und anfallenden Kosten treffen. Anders als bei Privat- und kleineren Geschäftskunden, erfolgt die Preisinformation hierbei üblicherweise in „Basispunkten“<sup>17</sup> und mit einer an die jeweilige Produktionsfunktion angepassten Update-Frequenz. Die MiFID Vorgaben werden in diesem Umfeld eher als störend und unnötig empfunden.

*Wir schlagen deshalb vor, Geschäfte zwischen geeigneten Gegenparteien entweder vollständig aus dem Kostentransparenzregime herauszunehmen oder es den Vertragspartnern zu ermöglichen freiwillig auf die Anwendung der benannten Vorschriften zu verzichten.*

## **10. Verbrechenscharakter von „qualifizierter“ Marktmanipulation**

Im Jahre 2016 wurde mit der Umsetzung der auf europäischer Ebene überarbeiteten Vorschriften zur Verhinderung von Marktmissbrauch im Rahmen des Finanzmarktnovellierungsgesetzes ein neuer Tatbestand von „qualifizierten“ Fällen von Marktmanipulation geschaffen. Ziel war es durch eine Anhebung der Strafandrohung einen größeren Abschreckungseffekt zu erzielen, soweit die Marktmanipulation in Ausübung der Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes erfolgt. Der Regelung, die sich heute in § 119, Abs. 5 Nr. 1 WpHG findet, liegt ganz offensichtlich die Vermutung zu Grunde, dass der benannte Personenkreis durch die ihm in Ausübung seines Berufes zugänglichen (Insider)Informationen ggf. einer größeren Versuchung zur Begehung einer Marktmanipulation ausgesetzt sein könnten.

Aufgrund des angedrohten Strafrahmens von einem, bis zu zehn Jahren handelt es sich hierbei in jedem Fall um einen Straftatbestand mit der Folge, dass nach Strafprozessordnung keine Möglichkeit zur Einstellung des Verfahrens mehr besteht. Wir hatten seinerzeit, bei Beibehaltung des Höchststrafmaßes von zehn Jahren (und damit bei umfänglicher Aufrechterhaltung des „Abschreckungseffekts“), ein Eingangsstrafmaß von sechs Monaten vorgeschlagen, was im Ergebnis dazu geführt

---

<sup>17</sup> Ein Basispunkt entspricht einem Prozent von einem Prozent oder 0,0001

hätte, dass minderschwere Fälle als Ordnungswidrigkeit gewertet und im Rahmen der Strafprozessordnung hätten eingestellt werden können. Dem wurde leider nicht entsprochen, weshalb wir unser damaliges Petitum hier noch einmal vortragen.

Hintergrund hierfür sind Anwendungsfälle, von denen wir glauben, dass sie der europäische Gesetzgeber in letzter Konsequenz nicht nachvollzogen bzw. deren Auswirkungen nicht vollumfänglich bedacht hat:

Aufgrund der insgesamt recht generalklauselartigen Tatbestandsmerkmale der materiellen Vorschrift der Marktmanipulation, laufen Mitarbeiter von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die im Rahmen der Preisfeststellung an Handelsplätzen, insbesondere den hiesigen Börsen, beschäftigt sind, bereits aufgrund eines schlichten Arbeitsfehlers Gefahr, in den Verdacht der Marktpreismanipulation zu geraten. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der börsliche Wertpapierhandel im Tagesverlauf nicht gleichförmig verläuft, sondern auch in Phasen eher ruhiger Gesamtmarktaktivität deutliche Aktivitätsspitzen erzeugt werden. Bspw. hat ein Händler, der als Market Maker in US-amerikanischen Aktien tätig ist, zum Beginn der Handelszeit an der Referenzbörse in den USA binnen kürzester Zeit hunderte, wenn nicht tausende von Quotierungen zu aktualisieren. Auch wenn er hierbei heute erhebliche technische Unterstützungen durch sog. „Quote-Machines“ erfährt, so ist dies doch kein vollautomatischer Prozess und es ist nachvollziehbar, dass auch in diesem Bereich menschliches Handeln nie völlig fehlerfrei sein kann.

Hier schwebt die Verbrechensvorschrift der „qualifizierten Marktmanipulation“ beständig als Damoklesschwert über den betroffenen Mitarbeitern, die bei Einleitung eines Verfahrens, aufgrund des angedrohten (Mindest)Strafmaßes letztendlich in ihrer beruflichen Existenz gefährdet werden, auch wenn sich im Verfahrensverlauf herausstellt, dass es sich im Grunde um einen reinen Arbeitsfehler gehandelt hat.

*Wie möchten daher an dieser Stellen unser ursprüngliches Petitum wiederholen, den nach § 119, Abs. 5, Nr. 2 angedrohten Strafrahmen auf sechs Monate bis zehn Jahre auszuweiten.*

#### **11. Sanktionsverfahren nach dem Börsengesetz nur gegen Handelsteilnehmer**

*Ein weiteres Petitum in einem ähnliche Zusammenhang besteht darin, dass sich Sanktionsverfahren nach dem Börsengesetz zukünftig nur noch gegen den betroffenen Handelsteilnehmer (i.d.R eine Wertpapierfirma oder Bank) und nicht mehr gegen den für den Handelsteilnehmer tätigen Mitarbeiter richten sollen. Auch hier besteht die Gefahr, dass letztendlich Arbeitsfehler unnötig kriminalisiert werden, zudem besteht auch ordnungspolitisch kein erkennbares Bedürfnis nach einer persönlichen Sanktionierung.*

Letztendlich obliegt es der Verantwortung des betroffenen Handelsteilnehmers dafür Sorge zu tragen, dass sich seine Mitarbeiter den Vorschriften entsprechend verhalten und allein er sollte sanktioniert werden, sofern dies nicht der Fall ist. Dem Handelsteilnehmer steht umgekehrt bei Bedarf die Möglichkeit arbeitsrechtlicher



Sanktionierung des betroffenen Mitarbeiters offen und die Möglichkeiten einer ggf. strafrechtlichen Verfolgung durch ordentliche Gerichte bliebe ohnehin unberührt.

## 12. Exzessive Auslegung des Anwendungsbereichs der PRIIP Verordnung

Die im Konsultationsschreiben explizit benannte, „*Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)*“<sup>18</sup> ist mit den MiFID II/MiFIR Vorschriften eng verzahnt, weil es sich um einen Spezialfall der Produktaufsicht („Product Governance“) handelt.

Nach dieser Verordnung dürfen Anlageprodukte, deren Risikobeurteilung durch Kleinanleger dadurch erschwert ist, dass

- a) *„Anlagen nicht direkt durch den Erwerb oder das Halten von Vermögenswerten selbst getätigt“*<sup>19</sup> werden sondern als gesonderte „*Produkte zwischen den Kleinanleger und die Märkte, indem Vermögenswerte verpackt oder ummantelt werden, sodass die Risiken, die Produktmerkmale oder die Kostenstrukturen nicht die gleichen sind wie bei direktem Halten*“<sup>20</sup> und (kumulativ)
- b) der *„rückzahlende Betrag Schwankungen aufgrund der Abhängigkeit von Referenzwerten oder von der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt vom Kleinanleger erworben werden, unterliegt,“*<sup>21</sup>

Kleinanlegern nur dann angeboten oder an diese verkauft werden, sofern ein sog. „Basisinformationsblatt“ zur Verfügung gestellt wird, welches den Kleinanleger in standardisierter und strukturierter Form über die Charakteristik und den Risikogehalt dieser „verpackten“ Anlageprodukte unterrichtet.

*Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass ein PRIIP nur dann vorliegt, wenn einerseits der Rückzahlungsbetrag unsicher ist (mithin keine Kapitalerhaltungsgarantie vorliegt) und andererseits sich mindestens ein selbständiges, „unverpacktes“ Anlageprodukt benennen lässt, welches dem PRIIP zugrunde liegt.*

Es ist daher *nicht* das Ziel der PRIIP-Verordnung generell komplexe und risikohafte Anlageprodukte von weniger risikobehafteten Anlageformen zu trennen und allgemein für den Vertrieb von Anlageprodukte ab einer bestimmten Risikoschwelle besondere Vorschriften zu normieren. Ansonsten ergäben sich zahlreiche Wertungswidersprüche sowohl innerhalb der PRIIP-Verordnung als auch zwischen dieser und den Produktaufsichtsvorschriften von MiFID II/MiFIR. Insbesondere liegt nicht bereits deshalb ein PRIIP vor, weil zum Zeitpunkt des Erwerbs des Anlageprodukts nicht sämtliche sich hieraus ergebende zukünftige Zahlungsströme bekannt sind. An-

---

<sup>18</sup> VERORDNUNG (EU) Nr. 1286/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=celex%3A32014R1286>

<sup>19</sup> VERORDNUNG (EU) Nr. 1286/2014, Erwägungsgrund 6

<sup>20</sup> Ebda

<sup>21</sup> Ebda, Artikel 4 (1)

sonsten wäre es bspw. widersinnig, Aktien, bei denen der einzig „sichere“ und bekannte Zahlungsstrom zum Anlagezeitpunkt der zu entrichtende Kaufpreis ist, vom Anwendungsbereich der PRIIP-Verordnung auszunehmen.<sup>22</sup>

Dieser, im Grunde klar definierten, eingeschränkten Anwendungsbereich wird indes von Mitgliedern der Europäischen Kommission, den europäischen Aufsichtsbehörden „ESAs“ wie auch mitgliedersstaatliche Aufsichtsbehörden (einschließlich der BaFin) verkannt, was zu erheblichen Rechtsunsicherheiten auf Seiten der Marktteilnehmer geführt hat, nicht zuletzt aufgrund der zu antizipierenden erheblichen Haftungsrisiken.

Insbesondere seitens des Vizepräsidenten der Kommission, Herrn *Valdis Dombrovskis* wurde gegenüber Marktteilnehmer die Auffassung vertreten, dass auch Anleihen, sobald diese variable oder spezielle Gestaltungsmerkmale aufweisen – ungeachtet dessen, dass es sich hierbei erkennbar weder um „verpackte“ Anlageprodukte handelt<sup>23</sup>, noch dass die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals in Frage stünde<sup>24</sup> – vom Anwendungsbereich der PRIIP-Verordnung erfasst sein sollen.

Obgleich die von Herrn *Dombrovskis* vertretene Auffassung weder mit dem Text der PRIIP-Verordnung in Einklang steht und das Thema Unternehmensanleihen auch in den seitens der Kommission zur PRIIP-Verordnung veröffentlichten Anwendungsleitlinien<sup>25</sup> mit keiner Silbe Erwähnung findet und ein gemeinsamer Brief der ESAs<sup>26</sup>, in dem diese ihre Besorgnis über eine zu weite Auslegung des Anwendungsbereichs

---

<sup>22</sup> Ebda, Erwägungsgrund 7

<sup>23</sup> Herr *Dombrovskis* vertritt die Auffassung, dass bereits ein variabler, etwa von bestimmten Referenzwerten abhängiger Zahlungsstrom ausreicht um den Tatbestand eines „verpackten“ Anlageprodukts zu erfüllen. (Vgl. Schreiben an Herrn Markus Beyrer, *BusinessEurope*, vom 19. Juli 2018, im Internet auffindbar unter URL:

[https://bdi.eu/media/themenfelder/konjunktur\\_und\\_finanzenmaerkte/publikationen/20180719\\_Publication\\_EU\\_Commission\\_BUSINESSEUROPE\\_PRIIPs.pdf](https://bdi.eu/media/themenfelder/konjunktur_und_finanzenmaerkte/publikationen/20180719_Publication_EU_Commission_BUSINESSEUROPE_PRIIPs.pdf)). Eine solche Sichtweise ist bereits deshalb abzulehnen, weil sie zu einem Wertungswiderspruch zur Definition von, nach Erwägungsgrund 7 der PRIIP-Verordnung ausdrücklich vom Anwendungsbereich erfassten sog. strukturierten Einlagen („Structured Deposits“) führen würde. Schließlich stellt Art. 4 Abs. 1 Nr. 43 lit a MiFID II ausdrücklich fest, dass eine strukturierte Einlage *nicht* bereits deshalb vorliege, weil sich ihre Verzinsung an einem (variablen) Referenzwert wie dem EURIBOR oder LIBOR orientiert.

<sup>24</sup> Zur Einschätzung, dass Anleihen bereits aufgrund der Rückzahlung des eingesetzten Kapital bei Endfälligkeit nicht unter den Anwendungsbereich der PRIIP-Verordnung fallen, vgl. Rüdiger Wilhelmi, Rouven Kuschner, Die zivilrechtliche Haftung für Basisinformationsblätter nach Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO als eigenständige Anspruchsgrundlage des EU-Rechts, in *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 30(2018), 5, S. 288-305, hier S. 295

<sup>25</sup> MITTEILUNG DER KOMMISSION, Leitlinien zur Anwendung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), (2017/C 218/02), vom 07.07.2017, URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A52017XC0707%2802%29>

<sup>26</sup> Schreiben des Joint Committee der ESAs vom 19. Juli 2018, JC 2018 21, URL: [https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Letters/JC%202018%2021%20\(PRIIPs%20Joint%20Letter%20to%20COM%20on%20Scope\)%20GBE.pdf](https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Letters/JC%202018%2021%20(PRIIPs%20Joint%20Letter%20to%20COM%20on%20Scope)%20GBE.pdf)

der PRIIP-Verordnung zum Ausdruck bringen seit dem 19. Juli 2018 bisher unbeantwortet blieb – es mit anderen Worten bisher keine offizielle, an die Gesamtheit der Normadressaten gerichtete, verbindliche Stellungnahme der Europäischen Kommission in dieser Frage gibt – sind die negativen Auswirkungen der geschilderten Verunsicherung der Marktteilnehmer gravierend:

Da Verstöße gegen die PRIIP-Verordnung, ungeachtet weiterer zivilrechtlicher Haftungs- und Schadenersatzrisiken<sup>27</sup>, mit Geldbußen von bis zu 5 Mio Euro oder 3% des Jahresumsatzes geahndet werden können<sup>28</sup> und für Anleihen in aller Regel keine Basisinformationsblätter vorliegen, sind Banken zur Vermeidung jedweden Haftungsrisikos dazu übergegangen, strukturierte (Unternehmens)Anleihen generell nicht mehr an Kleinanleger (Retail-Kunden) zu verkaufen bzw. diesen den Kauf über die Börse nicht mehr zu ermöglichen.

Technisch wurde dies in Deutschland insbesondere durch eine Parameteränderung im von vielen Banken genutzten WM-Stammdatensatz vom Februar 2019 umgesetzt, wonach insbesondere Anleihen mit einer sog. „make whole“-Klausel<sup>29</sup> zukünftig durchgängig als PRIIP klassifiziert werden. Hierdurch wurden nach Marktäußerungen allein an der Frankfurter Wertpapierbörse geschätzt 7000 Anleihen für Retail-Kunden *de facto* nicht mehr handelbar.<sup>30</sup> Nach Angabe der an der Frankfurter Wertpapierbörse als Spezialisten/Market Maker tätigen Wertpapierfirmen, ist der Handel in den betroffenen Papieren häufig nahezu vollständig zusammengebrochen. Von anderen Börsenplätzen werden uns ähnliche Szenarien berichtet.

Neben dem offensichtlichen Schaden für die Anleger, die aufgrund einer unter Risikogesichtspunkten völlig disproportionalen Rechtsmeinung<sup>31</sup> eines Kommissions-

---

<sup>27</sup> Vgl. hierzu Wilhelmi, Kuschnerit, a.a.O.

<sup>28</sup> VERORDNUNG (EU) Nr. 1286/2014, Art. 24, Abs. 2 lit (e) (i)

<sup>29</sup> Bei einer „make whole“-Klausel handelt es sich im Grunde um eine Anlegerschutzklausel, welche bei Anleihen mit vorzeitigem Kündigungsrecht des Emittenten diesen verpflichtet bei Ausübung des Kündigungsrechts, neben der Rückzahlung des ausstehenden Nominalbetrages, dem Anleger noch einen barwertigen Ausgleich auf die ansonsten für zukünftige Perioden noch ausstehende Zinszahlungen zu leisten. Im Grunde handelt es sich wirtschaftlich also um eine Art „Vorfälligkeitsentschädigung“, die zusätzlich zur Rückzahlung des ausstehenden Nominalbetrags gezahlt wird. In Ihrem bereits zitierten Brief an die Kommission vom 19. Juli 2018 verkennen die ESAs zwar, dass es sich bei Unternehmensanleihen in der Regel schon des halb nicht um PRIIPs i.S.d. Verordnung handeln kann, weil der Rückzahlungsbetrag (vgl. hierzu Wilhelmi, Kuschnerit, a.a.O., S. 295) keinen Fluktuationen unterliegt, sie geben aber mit Blick auf „make whole“ zu bedenken, dass mit derartigen Klauseln ausgestattete Anleihen die Bedingungen zur Kategorisierung als PRIIPs nach Art 4 (1) der Verordnung zumindest dann wohl nicht erfüllen, sofern der Mechanismus der Berechnung des Barwertausgleichs dem Anleger vorab bekannt ist: „where the mechanism to calculate the discount rate is known in advance to the retail investor, this could be considered as a separate case, which does not satisfy the criteria in Article 4(1)“, JC 2018 21, a.a.O., S. 4

<sup>30</sup> Allein die Veräußerung ist grundsätzlich noch möglich; es ergibt sich jedoch sachlogisch das Problem der fehlenden Liquidität auf der Kaufseite

<sup>31</sup> Die Aktie eines einzelnen Unternehmens, selbst wenn es sich um einen hochriskanten „Penny-Stock“ handelt, darf ohne Basisinformationsblatt erworben werden, nicht aber eine Anleihe, sofern diese ein vorzeitiges

mitglieds, die im Grunde dem Wortlaut und dem Sinn der Verordnung zuwider läuft und daher letztendlich als *contra legem* einzustufen ist, von einer Vielzahl von Anlageformen ausgeschlossen werden, bricht umgekehrt natürlich auch den betroffenen Emittenten ein wichtiger Teil der Gesamtmarktliquidität weg.

Geradezu dramatisch sind die Auswirkungen bei den Wertpapierfirmen, welche in den betroffenen Gattungen als Market Maker tätig sind. Je nach Geschäftsausrichtung werden im bwf Mitgliederkreis bei traditionellen Anleihehändlern Umsatzrückgänge von bis zu 30% berichtet und auch bei breiter aufgestellten Häusern sind nicht selten Volumentrückgänge im zweistelligen Bereich zu verzeichnen.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat uns auf Nachfrage mit dem in der Anlage zu dieser Stellungnahme beigefügten Schreiben vom 14. März 2019 mitgeteilt, dass sie der Auffassung der Kommission, wonach – ohne Quellenangabe – „Anleihen, deren Anleiheprogramme variable oder besondere Bedingungen beinhalten“ vom Anwendungsbereich der PRIIP-Verordnung umfasst würden, folgt<sup>32</sup>. Dies gelte, mit Verweis auf das veröffentlichte Schreiben der ESAs vom 19. Juli 2018 (JC 2018 21) auch für die Europäischen Aufsichtsbehörden.

Dies ist umso erstaunlicher, als eine Lektüre des benannten Briefs der ESAs genau das Gegenteil zu Tage fördert, in dem zum Einen gerade das *Fehlen* einer verbindlichen Auslegung des Anwendungskreises der PRIIP-Verordnung durch die Kommission<sup>33</sup> kritisiert wird und man sich Andererseits für die rechtliche Auslegung des Verordnungstextes als ausdrücklich *nicht* zuständig erklärt<sup>34</sup>.

*Mit anderen Worten macht sich die BaFin eine lediglich vermeintlich offizielle Auffassung der Kommission zu eigen, die nach Auffassung der ESAs jedoch noch gar nicht existiert („absence of guidance“) (sic!) und die durch eigene Interpretation des Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden – mangels Zuständigkeit – auch nicht ersetzt werden kann (ungeachtet dessen, dass die ESAs sich eine insofern unverbindliche Meinung bilden können), weshalb man sich gerade entschlossen habe, den –vom 19. Juli 2018 datierenden, trotz der mehr als deutlich formulierten Dringlichkeit, bis heute unbeantworteten – Brief an die Kommission zu richten.*

---

Kündigungsrecht des Emittenten enthält oder die Verzinsung etwa an einen Referenzzins wie z.B. dem EURIBOR gekoppelt ist. Gleichzeitig darf der Kleinanleger ohne weitere Voraussetzungen bei seiner Bank ein Konto führen, dessen Verzinsung sich nach demselben Referenzzinssatz richtet. – Um nur einige, sich aus der fehlgeleiteten Auslegung der PRIIPs-Verordnung ergebende Wertungswidersprüche aufzuzeigen.

<sup>32</sup> Demgegenüber lässt sich den über die Internetseite der BaFin abrufbaren Informationen zu den PRIIP-Basisinformationsblättern an keiner Stelle entnehmen, dass Anleihen als „verpackte Produkte“ in den Anwendungsbereich der PRIIP-Verordnung fallen. Vgl. URL:

[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2015/fa\\_bj\\_1508\\_basisinformationsblatt\\_priips\\_verordnung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2015/fa_bj_1508_basisinformationsblatt_priips_verordnung.html)

<sup>33</sup> *“absence of guidance on the application of the scope of the Regulation”*, JC 2018, 21, a.a.O

<sup>34</sup> *“As this is a matter concerning the legal interpretation of the Level 1 text that goes beyond its consistent and effective application, the ESAs are of the view that it is not appropriate to address this issue through an ESA measure”* ebda

Soweit die ESAs darüber hinaus konstatieren, dass sich aus der bisher *fehlenden* verbindlichen Auslegung der Kommission zum Anwendungsbereich der PRIIP-Verordnung resultierenden Rechtsunsicherheit „*negative Auswirkungen für das Funktionieren der Finanzmärkte und den Zugang von Kleinanlegern zu diesen Märkten ergäben*“<sup>35</sup> und man sich weiterhin „*besorgt über die Auswirkungen auf den Anleger-schutz*“<sup>36</sup> zeige und ausdrücklich auf die „*mögliche Gefahr eines Untergrabens der mit der Kapitalmarktunion (CMU) verfolgten Zwecke*“<sup>37</sup> hinweist, die – neben anderen Zielen – „*die stärkere Direktanlage von Kleinanlegern an den Kapitalmärkten*“<sup>38</sup> gerade befördern will, so kann man dem nur zustimmen.

Leider ist das derzeitige rigorose Verhalten der BaFin, die sich eine offiziell gar nicht existierende, zumindest aber nicht allgemeinverbindliche, rechtlich zudem höchst fragwürdige Position einzelner Kommissionsmitglieder zu eigen macht, im Ergebnis eher geeignet die durch ESAs beschriebenen Gefahren zu verstärken, statt diese abzuwehren.

*Wir sehen es daher als dringend erforderlich an, dass sich das BMF als übergeordnetes Ministerium sehr zeitnah aktiv in den Prozess einschaltet, um gemeinsam mit den Betroffenen Anlegern und Marktteilnehmern kurzfristig nach geeigneten Lösungen zu suchen, um weiteren Schaden vom hiesigen Kapitalmarkt abzuwenden. Darüber hinaus bedarf es selbstverständlich zusätzlicher Anstrengungen auf europäischer Ebene, um eine den eigentlichen Zielen der PRIIP-Verordnung – als eng auszulegende *lex specialis* – vor dem Hintergrund des breiten und umfassenden Produktaufsicht-Regimes von MiFIDII/MiFIR, entsprechende angemessene und vernünftige Auslegung des Anwendungsbereiches zu gewährleisten.*

## Über den bwf

Der Bundesverband der Wertpapierfirmen ist die Interessenvertretung der hiesigen im Bereich der Wertpapierdienstleistungen tätigen Börsenmakler, Wertpapierhandelshäuser und anderer Wertpapierfirmen. Der bwf vertritt die Interessen der Branche im Rahmen anstehender nationaler und europäischer Regulierungs-, Gesetzgebungs- und nachrangiger Regelungsvorhaben im Bereich des Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarktrechts. Bei den Verbandsmitgliedern handelt es sich ganz überwiegend um mittelständische, zum Teil selber börsennotierte Unternehmen.

Hierbei sucht der bwf den fortlaufenden Dialog mit den gesetzgebenden Organen, den Aufsichtsbehörden, anderen bank- und finanzwirtschaftlichen Verbänden, der interes-

---

<sup>35</sup> „*negative consequences for the functioning of financial markets and access to these markets by retail investors*“, JC 2018, 21, a.a.O.

<sup>36</sup> „*We are concerned about the implications for investor protection.*“, ebda

<sup>37</sup> „*potential to undermine the intentions of the Capital Markets Union (CMU)*“, ebda

<sup>38</sup> „*increasing direct retail investment within the capital markets*“, ebda

sierten Öffentlichkeit sowie den verschiedenen Institutionen des Börsenwesens und Wertpapierhandels auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

Als Vertreter der in Deutschland tätigen Wertpapierfirmen ist der bwf Mitglied des *European Forum of Securities Associations* (EFSA) sowie auf globaler Ebene des *International Council of Securities Associations* (ICMA).

Der *Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.* ist unter der Nummer 23057Nz in das Vereinsregister des Amtsgerichts Charlottenburg eingetragen. Er wird beim Deutschen Bundestag in der Liste der registrierten Verbände (Lobbyliste) geführt und ist im Transparenzregister der Europäischen Union unter der Nummer 258694016925-01 registriert.



# BaFin

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

BaFin | Postfach 50 01 54 | 60391 Frankfurt

## E-Mail

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.  
z.H. Herrn Michael H. Sterzenbach  
Friedrichstraße 52  
60323 Frankfurt am Main

per E-Mail an: [m.sterzenbach@bwf-verband.de](mailto:m.sterzenbach@bwf-verband.de)

GZ: VBS 1-Wp 5430-2019/0035 (Bitte stets angeben)  
2019/0636083

14.03.2019

## Qualifizierung von Unternehmensanleihen als PRIIP i.S.d. Art. 4 Nr. 1 der PRIIPs-VO

### Verbraucherschutz

Hausanschrift:  
Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht  
Marie-Curie-Str. 24-28  
60439 Frankfurt | Deutschland

Sehr geehrter Herr Sterzenbach,

Kontakt:  
Herr Dr. Jörg Schneider  
Referat VBS 1  
Fon +49 (0)2 28 41 08-4363  
Fax +49 (0)2 28 41 08-123  
[joerg.schneider@bafin.de](mailto:joerg.schneider@bafin.de)  
[www.bafin.de](http://www.bafin.de)

im Nachgang zu Ihrem Gespräch mit Frau Roegele, Frau Rummeler und mir am 05.03.2019 darf ich Ihnen zur Frage der Qualifizierung von Unternehmensanleihen als „verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger“ (PRIIP) i.S.v. Art. 4 Nr. 1 der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 vom 26.11.2014 (PRIIPs-VO) folgende Hinweise geben:

Zentrale:  
Fon +49 (0)2 28 41 08-0  
Fax +49 (0)2 28 41 08-123

Festverzinsliche Anleihen ohne weitere Bedingungen, bei denen die rückzuzahlenden Beträge keinen Schwankungen unterliegen, fallen nicht in den Anwendungsbereich der PRIIPs-VO. Dies gilt auch für Anleihen, die ausdrücklich aus dem Anwendungsbereich der PRIIPs-VO ausgenommen wurden.

Dienststätte:  
53117 Bonn  
Graurheindorfer Str. 108

Andere Anleihen, deren Anleiheprogramme variable oder besondere Bedingungen beinhalten, wie z.B. sog. Make-Whole-Kündigungsrechte, Caps, Floors oder andere derivative Komponenten, fallen nach Ansicht der Europäischen Kommission hingegen unter die Definition des PRIIP (Art. 4 Nr. 1 PRIIPs-VO) und sind daher vom Anwendungsbereich der PRIIPs-VO umfasst. Dies entspricht auch der Auffassung des Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden (insbesondere auch mit Blick auf sog. Make-Whole-Kündigungsrechte), wie sie in ihrem auch veröffentlichten Brief an die Europäische Kommission vom 19.07.2018 (JC 2018 21) zum Ausdruck kommt. Die BaFin folgt dieser Auffassung.

53175 Bonn  
Dreizehnmorgenweg 13-15  
Dreizehnmorgenweg 44-48

60439 Frankfurt  
Marie-Curie-Str. 24-28

60329 Frankfurt  
Taunusanlage 1

Zugang für die rechtswirksame Übersendung qualifiziert elektronisch signierter Dokumente (§ 3a VwVfG) ausschließlich über:  
[qes-posteingang@bafin.de](mailto:qes-posteingang@bafin.de)

Vorsorglich möchte ich Sie darauf hinweisen, dass der Anwendungsbereich der PRIIPs-VO seitens der Europäischen Kommission weit ausgelegt wird und nicht auszuschließen ist, dass die Europäische Kommission auch künftig Entscheidungen zu einzelnen Fragen des Anwendungsbereichs der PRIIPs-VO bekannt geben wird. In Rn. 5 ihrer Mitteilung „Leitlinien zur Anwendung der PRIIPs-VO“ vom 07.07.2017



# BaFin

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

(2017/C 218/02) hat die Europäische Kommission darauf hingewiesen, dass die Ermittlung der Produkte, die die Bestimmungen der PRIIPs-VO erfüllen müssen, zunächst die Aufgabe der Hersteller von Anlageprodukten für Kleinanleger und Versicherungsprodukten sowie der Personen, die Kleinanleger über diese Produkte beraten oder diese Produkte an Kleinanleger verkaufen, sei. Bei dieser Bewertung sei insbesondere den wirtschaftlichen Merkmalen und Geschäftsbedingungen jedes Produkts Rechnung zu tragen.

Für Rückfragen stehe ich Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Im Auftrag

Linke