

Stellungnahme der Börse Stuttgart

MiFID II/MiFIR: Offene Fragen und Problemfelder führen in der Praxis zu erheblichen Mehraufwänden bei Emittenten, Banken und Handelsplätzen – ohne Mehrwert für den Anleger zu erzeugen

Das MiFID II/MiFIR Fazit¹ der Börse Stuttgart fällt gemischt aus: Der „Go-Live“ der Neuregelungen verlief gegeben das äußerst umfangreiche Regelwerk operativ reibungslos. Das Ziel des Gesetzgebers, durch die Stärkung des regulatorischen Rahmens wieder mehr Privatanleger von einem Engagement im Kapitalmarkt zu überzeugen, wurde nicht erreicht. Einige sinnvolle Regelungen werden im komplexen Wechselspiel zwischen Marktteilnehmern ausgehebelt. Dem Gedanken der Proportionalität in der Regelsetzung für Börsen muss mehr Rechnung getragen werden. Die Leitplanken für die digitale Welt sollten zügig gesetzt werden.

Die Börse Stuttgart begrüßt die vorgesehene Überprüfung der MiFID II Vorschriften. Die fristgerechte Umsetzung der neuen regulatorischen Anforderungen war bei allen Beteiligten mit großem Aufwand verbunden. Für die konstruktive und engagierte Begleitung dieses Prozesses durch das Bundesministerium der Finanzen, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Börsenaufsichtsbehörden (BAB) der Länder bedankt sich die Börse Stuttgart ausdrücklich. Zugleich werden weitere Anstrengungen erforderlich sein, um ein Level Playing Field der Börsen gegenüber dem bilateralen Handel zu schaffen und die Besonderheiten des deutschen Finanzplatzes im Rahmen der europäischen Finanzmarktregulierung angemessen zu berücksichtigen.

Im Folgenden beschreiben wir unsere Erfahrungen und den Änderungsbedarf im Hinblick auf die MiFID II. Dabei führen wir Aspekte aus der gemeinsamen Stellungnahme der deutschen Börsen mit auf, detaillieren diese und fügen weitere Erfahrungen hinzu. Der Fokus bei einer Überarbeitung sollte auf solchen Maßnahmen liegen, die eine schnelle Abhilfe versprechen und keine erneuten umfangreicheren Implementierungskosten zur Folge haben. Weitere Maßnahmen sollten mit einer mittel- bis langfristigen Perspektive – nach ausreichender Konsultation mit den Marktteilnehmern – adressiert werden. Die Stellungnahme der Börse Stuttgart bezieht sich auf das

europäische Regelwerk insgesamt, d.h. insbesondere auf die erlassenen Level 1 und Level 2 Regeln.

Handelsplatz ist nicht gleich Handelsplatz – Unterschiedliche Markt- und Geschäftsmodelle müssen bei der Regelsetzung stärker berücksichtigt werden

MiFID II definiert weitreichende Regeln, um potenziellen Risiken aus dem verstärkten Einsatz von Technologie zu begegnen. Im Fokus stehen besonders der algorithmische und als Unterkategorie der hochfrequente Handel. Je nach Ausrichtung der Markt- und Geschäftsmodelle einzelner Handelsplätze werden die Bedürfnisse dieser spezialisierten Händler bedient oder andere Kundengruppen wie z.B. Privatanleger in den Mittelpunkt gerückt. Diese Tatsache spiegelt sich u.a. in den im Einsatz befindlichen Handelssystemen wider: Die Spanne reicht von klassischen Limitorderbüchern mit automatisierten Matching von Orders bis hin zu hybriden Marktmodellen mit menschlicher Interaktion bei der Orderausführung wie an der Börse Stuttgart. Auch die Bedeutung eines Handelsplatzes, z.B. gemessen an dessen Handelsumsatz, sollte ein Kriterium für die Risikobewertung sein. Vor diesem Hintergrund sollte der Gedanke der Proportionalität in der Regulierung von Börsen mehr Rechnung getragen werden. Möglichkeiten eine stärkere Differenzierung einzelner MiFID II Regelungen vorzunehmen, sollte offen geprüft werden. Klar ist allerdings: Es gilt weiter die Grundregel „Gleiche Geschäfte – gleiche Regeln“.

Produktinterventionen: Maßnahmen von Aufsichtsbehörden müssen Ultima Ratio bleiben

Wir trauen den Bürgern Eigenverantwortung zu – auch bei Finanzentscheidungen. In Deutschland existiert eine große Vielfalt an Zugangsmöglichkeiten zu Finanzprodukten und -dienstleistungen. Dies schließt den direkten Zugang über das Internet sowie die traditionelle Anlageberatung in der Bankfiliale ein. Während eine große Zahl von Anlegern nach wie vor die persönliche Beratung wünscht, ergeben sich durch die zunehmende Digitalisierung von Finanzdienstleistungen Chancen, auch

¹ Im Folgenden wird aus Gründen der Lesbarkeit „MiFID II“ anstelle von „MiFID II/MiFIR“ verwendet.

online passgenaue Lösungen für alle Anleger bereitzustellen.

Bei der Ausgestaltung der Kapitalmarktregeln ist kein Paradigmenwechsel notwendig. Die Politik sollte bei der Regelsetzung weiter dem Leitbild des mündigen Anlegers folgen. Wichtige Domäne des Verbraucherschutzes bleibt der Schutz vor missbräuchlichen Praktiken unseriöser Anbieter, etwa auf dem Grauen Kapitalmarkt. Hier darf die Politik nicht nachlassen, Menschen in ihrer Rolle als Verbraucher zu schützen und zu unterstützen. Dies umfasst angemessene Informationen für fundierte Anlageentscheidungen, die Entwicklung transparenter Anforderungen an Anbieter sowie wirkungsvolle Möglichkeiten zur (rechtlichen) Durchsetzung von Anlegerinteressen (z.B. im Rahmen von Beschwerden).

Produktinterventionen sind als Ultima Ratio von Aufsichtsbehörden zum Schutz der Verbraucher sinnvoll. Die Anwendung der in Art. 39-43 MiFIR definierten Aufsichtsmaßnahmen von ESMA, EBA und den zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden muss jedoch mit äußerster Sorgfalt vorgenommen werden. Rechtsunsicherheiten durch unklare Maßnahmen führen zu Nachteilen von Anlegern und Emittenten gleichermaßen. Ein negatives Beispiel ist die von der europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) im März 2018 kommunizierte Produktinterventionsmaßnahme hinsichtlich binärer Optionen, die ab Q3/2018 Anwendung gefunden hat.² So haben Unschärfen in der Definition der binären Optionen faktisch dazu geführt, dass die Vermarktung, der Vertrieb und Verkauf von bestimmten verbrieften

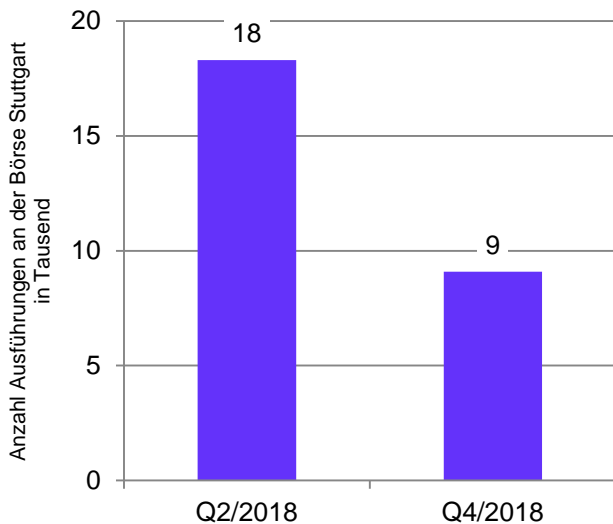


Abbildung 1: Vor und nach der ESMA Klarstellung: Anzahl Transaktionen an der Börse Stuttgart in Tausend in Inline Optionscheinen

² ESMA Press Release (ESMA71-98-128, [Link](#)) sowie Produktinterventionsmaßnahme im Amtsblatt der europäischen Union ([Link](#)).

Derivaten, sogenannten Inline Optionsscheinen³, an Privatanleger nicht möglich war. ESMA hat im August 2018 bei der Verlängerung der Produktintervention zu binären Optionen angekündigt, Finanzinstrumente mit bestimmten Kriterien ab Q4/2018 explizit von der Maßnahme auszunehmen.⁴ Die definierten Kriterien erfüllen Inline Optionscheine, sodass diese für Privatanleger wieder handelbar sind. Jedoch hat sich der Markt von der Phase der Unsicherheit nie erholt. Die Anzahl Transaktionen ist im Vergleich Q2-Q4/2018 (vor und nach der Produktintervention) an der Börse Stuttgart um 50% eingebrochen (siehe Abbildung 1).

Level Playing Field: Börsen als Treffpunkt für Käufer und Verkäufer stärken

Die Politik muss im Wertpapierhandel ein Level Playing Field mit gleichen Bedingungen für alle – börsliche und außerbörsliche, multilaterale und bilaterale – Ausführungsplätze schaffen. Leichtere regulatorische Anforderungen für außerbörsliche Ausführungsplätze führen zu einem unfairen Wettbewerb, bei dem Transparenz und Anlegerschutz leiden. Nötig ist ein ganzheitlicher Ansatz, um dem funktionierenden börslichen Ökosystem die gleichen Chancen einzuräumen. Der politische Wille, mehr Geschäfte an geregelten Börsen auszuführen – gleichbedeutend mit einer geringeren Anzahl von 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 Innovationen unterstützen.

Die aktuelle Situation in Europa widerspricht dem skizzierten Leitbild. Zwar hat die MiFID I Wettbewerb zwischen einer Vielzahl von Ausführungsplätzen bei sinkenden Transaktionskosten ermöglicht, allerdings auf Kosten eines transparenten, effizienten Preisbildungsprozesses. Diese Entwicklung wird beispielsweise in der Anzahl verschiedener Ausführungsplätze deutlich: Unter MiFID I existierten im August 2016 europaweit 11 systematische Internalisierer (SI). Im Dezember 2018 waren es hingegen laut ESMA Register 145 (siehe Abbildung 2). Dies entspricht einer Steigerung von 1.218%. Nicht nur die Anzahl auch der Marktanteil weniger transparenter bilateraler Plattformen, d.h. von SIs, hat sich unter MiFID II deutlich erhöht, während der Anteil auf transparenten Handelsplätzen nur geringfügig gestiegen ist.

Ein wesentlicher Faktor für die beschriebene Entwicklung sind Regulierungslücken, wie z.B. fehlende Tick Size Regelungen für bilaterale Plattformen im Handel mit

³ Sogenannte Inline- oder Korridoroptionsscheine, Stay High Optionsscheine und Stay Low Optionsscheine.

⁴ ESMA Press Release (ESMA71-99-1026, [Link](#)).

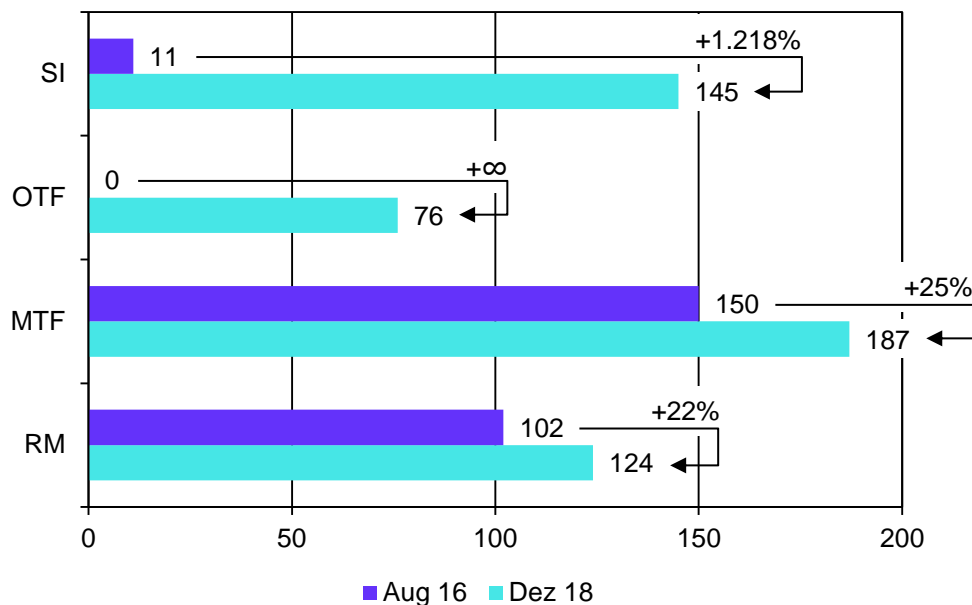


Abbildung 2: Vor und nach der MiFID II Einführung: Anzahl Ausführungsplätze gemäß ESMA Register

Aktien und aktienähnlichen Finanzinstrumenten. Die Börse Stuttgart begrüßt daher die Einigung auf eine europaweite Vereinheitlichung von Tick Sizes für alle Formen von Ausführungsplätzen, da dies zu einer Angleichung der Wettbewerbsbedingungen zwischen Regulierten Märkten, MTFs und systematischen Internalisierern beiträgt und die Funktionsweise des Kapitalmarktes insgesamt verbessert.

Verbriefte Derivate: Ungerechtfertigte Einstufung als „Derivat“ führt zu erheblichen Problemen in der Praxis

Die Anwendung der MiFID II Regeln auf verbrieft Derivate bereitet immer wieder Schwierigkeiten. Dies ist auch dem Umstand geschuldet, dass verbrieft Derivate auf Level 1 nicht als eigenständige Kategorie definiert sind und differenzierte Regelungen somit nicht an die verbrieften Derivate als selbständige Kategorie anknüpfen können.⁵ So sind verbrieft Derivate von der Clearingpflicht beim Handel auf dem regulierten Markt (Art. 29 MiFIR) erfasst und die Regeln für Positionsmanagementkontrollen und -meldungen (Art. 57, 58 MiFID II) finden Anwendung.

⁵ Der Oberbegriff der „Derivate“ auf Level 1 erfasst gemäß Art. 4 Abs.1 Nr. 49 MiFID II bzw. Art. 2 Abs. 1 Nr. 29 MiFIR zum einen derivative/bilaterale Geschäfte im Sinne des Anhang I Abschnitt C Absätze 4 bis 10 MiFID II und andererseits übertragbare Wertpapiere im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c) MiFID II. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c) MiFID II rekurriert auf sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand bestimmter Basiswerte festgelegt wird und erfasst somit verbrieft Derivate.

Beide Regelungen bieten keinen Mehrwert für Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes bieten, da sie Risiken versuchen zu senken, die bei diesen Kassamarktinstrumenten schlicht nicht existieren.

Auch beim Reporting an Aufsichtsbehörden, z.B. im Rahmen der Meldung von Referenzdaten durch Handelsplätze (siehe weitere Ausführungen dazu auf Seite 4), sind Differenzierungen für verbrieft Derivate dringend notwendig, um effiziente Mechanismen zu ermöglichen. Bei derzeit ca. 1,7 Millionen an der Börse Stuttgart handelbaren verbrieften Derivaten erwarten wir dadurch signifikante Erleichterungen für alle Beteiligten bei gleichzeitiger Steigerung der Datenqualität auch für Aufsichtsbehörden. Bei der MiFID II Überarbeitung sollte daher eine eigenständige Definition von verbrieften Derivaten auf Level 1 und daran anknüpfende differenzierte Regelungen eingeführt werden.

Entgeltgestaltung für Privatanleger: (Online-) Banken hebeln sinnvolle Anforderungen an Handelsplätze aus

Handelsplätze erfüllen nach Art. 48 MiFID II besondere Anforderungen an gerechte und diskriminierungsfreie Gebührenstrukturen für Handelsteilnehmer. Details sind in der Delegierten Verordnung (EU) 2017/573 (auch als RTS 10 bekannt) festgeschrieben. Diese Anforderungen fördern die Transparenz, ermöglichen einen fairen Wettbewerb und sichern die Effizienz des Preisbildungsprozesses. Handelsplätze sind jedoch nur ein Glied in der Wertschöpfungskette: Privatanleger erreichen mit ihrer

Order den Handelsplatz stets über (Online-) Banken als Intermediär. Wir beobachten im Markt, dass „Payment for Order Flow“ (PFOF) von Banken und Brokern – ganz im Gegensatz zu Art. 27(2) MiFID II, welcher Vergütungen und Rabatte sowie nicht-monetäre Vorteile für die Weiterleitung von Kundenaufträgen an Ausführungsplätze untersagt – weiter üblich ist. So wird beispielsweise durch (Online-) Banken insbesondere der außerbörsliche Handel über Zuwendungen von Dritten besonders günstig angeboten. Die Offenlegung der Zuwendungen löst den existierenden Interessenkonflikt unserer Meinung nach nicht auf. Zumal diese Praktiken, das Ziel des Gesetzgebers mehr Geschäfte an geregelten Börsen auszuführen, konterkarieren. Wir fordern daher eine systematische PFOF Auswirkungsstudie durch Regulatoren und auf dieser Basis klärende Auslegungshinweise.

Best Execution Regeln: Banken müssen sinnvolle Quality of Execution Reports der Börsen besser berücksichtigen

Wir begrüßen die verschärften MiFID II Anforderungen an Banken bei der Aufstellung ihrer Grundsätze der Auftragsausführung („Best Execution Policy“, Art. 27 MiFID II). Sinnvoll und hilfreich sind in diesem Kontext die Quality of Execution Reports der Ausführungsplätze gemäß Delegierter Verordnung (EU) 2017/575 (auch als RTS 27 bekannt). Sie erhöhen die Transparenz über die Orderausführungsqualität und ermöglichen Banken grundsätzlich Kundenaufträge bestmöglich auszuführen. Erstmals sind wichtige Kennzahlen für die Marktqualität von Ausführungsplätzen frei und in einem weitestgehend vergleichbaren Format verfügbar. Gemeinsam mit dem Karlsruher Institut für Technologie (KIT) haben wir einen Praxistest unter deutschen Börsen gemacht. Unserer Meinung nach sind die Quality of Execution Reports verwertbar: Man kann diese aus dem Internet herunterladen und die verschiedenen enthaltenen Kennzahlen automatisiert auswerten. Das ist zwar mit Aufwand verbunden, aber in Zeiten von Big Data sollte das auch möglich sein. Anpassungen bei der Überarbeitung der MiFID II sind auf Ebene der Level 2 Bestimmungen bei einzelnen Kennzahlen sinnvoll. Die Quality of Execution Reports sollten jedoch im Grundsatz zwingend erhalten bleiben.

Tick Size Regime: Offene Anwendungsfragen schnell klären und ökonomische Auswirkungen des neuen Regimes ganzheitlich hinterfragen

In der Praxis sind wesentliche Anwendungsfragen des neuen Tick Size Regimes nach wie vor offen. Damit werden der ordnungsgemäße Börsenhandel und die Handelsqualität für Anleger negativ beeinträchtigt. Offene Themen sind u.a. die eindeutige Definition des „Most Relevant Markets in Terms of Liquidity“ und klare zeitli-

che Prozessabläufe für ad-hoc Anpassungen, bei Kapitalmaßnahmen sowie beim jährlichen Update der Liquiditätsbänder.

Darüber hinaus regen wir eine detaillierte Analyse der ökonomischen Auswirkungen des neuen Tick Size Regimes auf einer breiten Datengrundlage über alle EU-Mitgliedsstaaten an. Von besonderer Bedeutung sind Erkenntnisse über die Marktqualität und die damit einhergehenden impliziten Handelskosten für Marktteilnehmer. Eine Analyse der Deutschen Börse zeigt – im Gegensatz zu der Studie der französischen Aufsichtsbehörde Autorité des Marchés Financiers (AMF) für den französischen Markt – im Durchschnitt steigende Handelskosten. Auf Basis dieser Erkenntnisse ist es daher von großer Bedeutung, das Regime ganzheitlich auf seine Zielwirkung zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen.

ESMA Datenreporting: Unverständliche Regeln, Konventionen und Prozessabläufe führen zu erheblichen unnötigen Mehraufwänden bei allen Beteiligten

MiFIR definiert umfangreiche Verpflichtungen der Handelsplätze zum Reporting von Referenz- und Transparenzdaten (Art. 27 und Art. 22 MiFIR). Trotz erheblicher Aufwände aller Beteiligten bleibt die Qualität der ESMA Datenbanken mangelhaft. Die Börse Stuttgart ist hierzu im konstruktiven Dialog mit der zuständigen Börsenaufsichtsbehörde und der BaFin, um die Datenqualität weiter zu verbessern. Für eine nachhaltige Lösung ist aber auch klar, dass ESMA erhebliche Defizite im eigenen Datenbankmodell beheben, eine „Golden Source“ für Referenzdaten veröffentlichen und nicht praktikable Prozessabläufe für das Reporting anpassen muss.

Beispielhaft wird im Folgenden die fehlende Veröffentlichung einer „Golden Source“ für Referenzdaten durch ESMA herangezogen: 88% der durch Handelsplätze an ESMA zu meldenden Referenzdaten sind keine originären Daten.⁶ Sie müssen von den Handelsplätzen oft von unterschiedlichen Drittdatenquellen bezogen werden. Keine dieser Drittdatenquellen hat jedoch den Charakter einer „Golden Source“. Problematisch ist hier insbesondere die unterschiedliche Vergabe der Klassifizierungscodes (CFI Code) von Finanzinstrumenten. So kann es durchaus sein, dass eine National Numbering Agency für ein Finanzinstrument den CFI Code für ein „Equity Instrument“ und eine andere National Numbering Agency für das gleiche Finanzinstrument den CFI Code für ein „Non-Equity Instrument“ vergibt. Daraus resultierende

⁶ Die Delegierte Verordnung (EU) 2017/585 (auch als RTS 23 bekannt) definiert auf Level 2 die durch Handelsplätze zu meldenden Referenzdaten. Von den definierten 48 Datenfeldern haben allerdings lediglich die Felder Nr. 6 bis 12 einen direkten Bezug zum Handelsplatz (dies entspricht ca. 88%).

Divergenzen in der ESMA Referenzdatenbank FIRDS generieren Fehlermeldungen bei allen betroffenen Handelsplätzen und wirken sich auch auf die Transparenzdatenmeldungen aus. Die korrekte Bearbeitung dieser Fehlermeldungen ist jedoch häufig nicht möglich, da auf Instrumentenebene unklar ist, welchen Datensatz eines Meldepflichtigen ESMA als Referenzdatensatz heranzieht.⁷ Der Abgleich mag beim CFI Code noch sinnvoll erscheinen. Beim Financial Instrument Short Name (FISN), der lediglich das Wertpapier in „Buchstaben bezeichnet“, macht ein Abgleich keinen Sinn. Es würden sich erhebliche Kosten- und Effizienzgewinne für alle Beteiligten ergeben, wenn Felder wie z.B. der FISN im Abgleich auf Ebene der ESMA Datenbanken angenommen wird.⁸ Die aktuelle Meldelogik führt jedoch dazu, dass bei den Handelsplätzen durch die Bearbeitung entsprechender Fehlermeldungen ein erheblicher Personalaufwand entsteht, in vielen Fällen Fehler durch die Handelsplätze nicht behoben werden können und deshalb die Qualität der FIRDS Datenbank mangelhaft bleibt.

Die Börse Stuttgart setzt sich daher für eine – idealerweise mit Level 1 Anpassungen einhergehende – Vereinfachung des Reportings unter Beibehaltung des Informationsgehalts auch für die Aufsichtsbehörden ein. Instrumentenspezifische Daten sollten direkt von den National Numbering Agencies, welche diese gemeinsam mit der ISIN vergeben bzw. vom Emittenten erhalten, bezogen werden. Es würden erhebliche Kosten bei den Aufsichtsbehörden und Handelsplätzen eingespart werden, wenn auch die Daten von National Numbering Agencies direkt in die tägliche Veröffentlichung von FIRDS einfließen würden. Dies würde die Datenqualität extrem steigern und die Komplexität und den Aufwand auf Seiten der Handelsplätze reduzieren. Dafür ist es notwendig, auch die National Numbering Agencies regulatorisch mit Blick auf die eigene Datenqualität stärker in die Pflicht zu nehmen und eine zentrale Bereitstellung von systemkritischen Referenzdaten durch ESMA zu ermöglichen.

Datenvertrieb: Handelsplätze erfüllen die weitreichenden Pflichten zum Vertrieb von Handelsdaten vollumfänglich

Transparenter Börsenhandel ermöglicht einen effizienten Preisbildungsprozess als Grundlage für faire Kapitalmärkte zum Wohle von kapitalsuchenden Unternehmen

⁷ In der Praxis sind insbesondere die Angaben zu den Feldern Nr. 3 (CFI Code), Nr. 5 (LEI), Nr. 7 (FISN) und 15 (Fälligkeit bei Schuldverschreibungen) problematisch. Ähnliche Probleme treten auf, wenn für die Feldbelegung die Qualifikation durch den sogenannten „Most Relevant Market“ entscheidend ist, die verfügbare Datenbank jedoch keine Information enthält, welcher Handelsplatz dies ist.

⁸ So kann etwa ein Leerzeichen im Financial Instrument Short Name (FISN; Feld 7) zu einer Fehlermeldung bei derzeit bis zu 400 Meldepflichtigen innerhalb der gesamten Europäischen Union führen.

und Investoren. Handelsdaten (Vor- und Nachhandels-
transparenzdaten) sind das Ergebnis des börslichen
Preisbildungsprozesses. Ökonomisch betrachtet sind
Preisbildung und Orderausführung zwei Seiten dersel-
ben Medaille.⁹ Börsen generieren Erträge aus beiden
Quellen – Marktdaten und Orderausführungsentgelten –
und verdienen so ihre „Joint Costs“.

Die Börse Stuttgart kommt ihren Verpflichtungen (Art. 12
und 13 MiFIR), Handelsdaten gesondert und zu ange-
messenen kaufmännischen Bedingungen zu veröffentli-
chen, vollumfänglich nach. Der Vertrieb von Handelsda-
ten durch Handelsplätze ist nur ein kleiner Teil der ge-
samten Wertschöpfungskette im Marktdatenbereich,
welche Datenvendoren und spezialisierte Anbieter für
Data Analytics mit umfasst. Die zeitnahe Verfügbarkeit
von Handelsdaten für jeden interessierten Dritten, ihre
absolute Zuverlässigkeit und Richtigkeit machen ihren
Wert aus. Marktteilnehmer, neue Handelsplätze, In-
dexanbieter, Datenvendoren sowie viele andere Dritte
profitieren von diesen werthaltigen Daten und haben
eigene einträgliche Geschäftsmodelle darauf aufgebaut.

Die Einnahmen der Börse Stuttgart aus Handelsdaten
bezogen auf die Gesamteinnahmen ist gering und be-
trägt ca. 4%. Eine Substitution von Erlösen aus Order-
ausführungsentgelten zugunsten von Marktdatenerlösen
findet nicht statt. Die durchschnittlichen Preissteigerun-
gen für unsere Handelsdaten waren in den vergangenen
Jahren gegeben der niedrigen Preisbasis gegenüber
anderen europäischen Börsen gering. Eine Verschärfung
der Preisregulierung von Marktdatenpreisen lehnen wir
ab. Es sind aus unserer Sicht keinerlei Gründe für sol-
che Maßnahmen gegeben. Wir möchten die Möglichkeit
nutzen, um auf eine Studie von Oxera hinzuweisen, wel-
che sich umfänglich mit diesem Thema auseinandersetzt.¹⁰

Wertpapierkultur in Deutschland: Banken in der Wertpapier- und Anlageberatung auf dem Rückzug, sinkende Produktvielfalt für Privatanleger höchst problematisch

Zentrale mit MiFID II verbundene Ziele des Gesetzgebers sind 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.

⁹ In der ökonomischen Theorie gesprochen ein sogenanntes „Joint Product“.

¹⁰ Details zur Bedeutung des börslichen Preisbildungsprozesses sowie über den Vertrieb von Handelsdaten in Europa finden sich in der Studie „The design of equity trading markets in Europe“ von Oxera. Diese wird Mitte März veröffentlicht und wurde für die European Federation of Securities Exchanges (FESE) erstellt.

Gerade einmal 12% der Deutschen, die keine Aktien besitzen, haben in den zurückliegenden Jahren eine Anlage in Aktien bzw. Aktienfonds in Betracht gezogen. Dies zeigt die gemeinsame Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI) und der Börse Stuttgart, die im Januar 2019 veröffentlicht wurde.¹¹ Die Studie belegt, dass Banken und Sparkassen noch immer wichtige Multiplikatoren für das Aktien- und Wertpapiersparen sind. Im aktuellen regulatorischen Umfeld haben die Finanzinstitute jedoch immer mehr Mühe, die Kundenberatung mit vertretbarem Aufwand durchzuführen.

Verschiedene Regelwerke, darunter auch MiFID II, die PRIIP-Verordnung und die neue Prospektverordnung, führen indirekt dazu, dass Privatanleger und Vermögensverwalter von Produktgruppen ausgeschlossen werden. Mit Blick auf das Erfordernis der Erstellung eines Basisinformationsblatts (Key Information Document, KID) durch Emittenten sowie der Zielmarktbestimmung durch Emittenten und Vertrieber von Finanzprodukten führt ein fehlendes KID bzw. ein fehlender oder eingeschränkter Zielmarkt dazu, dass auch einfach verständliche Produkte wie Anleihen für Privatanleger nicht mehr handelbar sind.

Die abnehmende Möglichkeit von Privatanlegern direkt in Unternehmensanleihen zu investieren, steht der Initiative zur Kapitalunion der Europäischen Union diametral entgegen. Unsere Analysen bestätigen die Situationsbeschreibung des Joint Committee der ESAs: Auch einfache Anleihentypen mit Standardsonderkündigungs-klauseln von Emittenten werden in der Praxis als PRIIP klassifiziert.¹² Dadurch ist der Handelsumsatz in Unternehmensanleihen an der Börse Stuttgart signifikant eingebrochen, was auch Auswirkungen auf die Gesamtmarktliquidität hat. Die Börse Stuttgart fordert gemeinsame Anstrengungen von Politik und Regulatoren auf europäischer und nationaler Ebene, um Direktinvestments von Privatanlegern in Anleihen wieder zu ermöglichen.

Verstärkend kommt hinzu, dass Privatanleger aufgrund privilegierter Regeln bei der Prospekterstellung für Emissionen, z.B. von Anleihen, mit Stückelungen über EUR 100.000 signifikant benachteiligt werden. Viele Anleihen werden nur noch oberhalb dieser Schwelle emittiert und bleiben in der Folge Privatanlegern de facto vorenthalten. Unsere Analysen belegen, dass im Jahr 2018 über 80% neu emittierter Anleihen mit einer für Privatanleger unfreundlichen Stückelung von über EUR 100.000 begeben wurden.¹³ Alternativen für Privatanleger, z.B. Fonds, sind teilweise mit erheblichen Zusatzkosten verbunden.

¹¹ Abrufbar unter [Link](#).

¹² Brief des Joint Committee der ESAs vom 19.07.2018 an die Europäische Kommission abrufbar unter [Link](#).

¹³ Gewisse Filterkriterien angewendet, z.B. Emissionsbetrag > EUR 500 Mio., nur Non-Financial Corporates, Analysezeitraum bis Sommer 2018.

Mit Blick auf die Vorgaben der MiFID II für Research-Dienstleistungen befürchten wir, dass kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) der Zugang und die Existenz am Kapitalmarkt erschwert wird. Dies läuft dem Ziel der Kapitalmarktunion zuwider, günstige regulatorische Rahmenbedingungen insbesondere für die europäischen Wachstumsmärkte zu schaffen. 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. Wir begrüßen daher, dass diese Regelungen im Rahmen einer Auswirkungsstudie genauer analysiert werden.

Auswirkungsanalysen: Weitreichende Neuregelungen müssen konsequent durch Wissenschaftler und Marktteilnehmer mit Expertenwissen begleitet werden

Die Vorüberlegungen und schlussendlich die Implementierung von MiFID II hat Politik, Regulatoren und Marktteilnehmer über zehn Jahre beschäftigt. Die praktische Einführung mit einem „Big Bang“ Anfang 2018 hat Vor- und Nachteile: Nur so sind die Änderungen in den langfristig geplanten Releasezyklen der IT-Infrastruktur von Banken und Börsen umsetzbar. Gleichzeitig erschwert jedoch die Vielzahl der gleichzeitig umgesetzten Neuregelungen Rückschlüsse auf die Auswirkung einzelner Maßnahmen.

Mit Blick auf die Entwicklung und Einführung künftiger Regulierungsvorhaben empfiehlt die Börse Stuttgart stärker als bislang eine detaillierte Analyse der ökonomischen Auswirkungen auf einer breiten Datengrundlage über alle EU-Mitgliedsstaaten, begleitet durch Wissenschaftler und Marktteilnehmer mit Expertenwissen. So kann die Wirksamkeit von Maßnahmen direkt evaluiert; wo notwendig können Anpassungen vorgenommen werden.¹⁴

Crypto Assets: Leitplanken für die digitale Welt erfordern Anpassung der MiFID II Regelungen

Die Börse Stuttgart ist der Überzeugung, dass die digitale Verbriefung von Gütern und Rechten über die Blockchain die Finanzwelt tiefgreifend verändern wird. Vor diesem Hintergrund müssen die MiFID II Regelungen überprüft und wo notwendig angepasst werden. Als etablierter Akteur setzen wir uns dabei für mehr Transparenz und Verlässlichkeit bei digitalen Assets ein. Ziel ist nicht weniger Regulierung sondern praxistaugliche Regelungen, die Innovationen ermöglichen und gleichzeitig Anlegerschutz gewährleisten.

¹⁴ Gute Beispiele für einen solchen Ansatz liefern die Canadian Securities Administrators (CSA) zu Rabatten und Gebührenmodellen von Handelsplätzen ([Link](#)) sowie die amerikanische Securities & Exchange Commission (SEC) zur Neuregelung des Tick Size Regimes ([Link](#)).

Kurzfristig ist es notwendig, national geeignete Regelungen für die Ausgabe, den Handel und die Verwahrung von digitalen Assets zu finden. So wird Deutschland als einer der führenden Digitalisierungs- und FinTech-Standort gestärkt. Einen „deutschen Sonderweg“ lehnen wir jedoch ab. Die Regelungen sollten die Diskussionen auf europäischer und nationaler Ebene berücksichtigen, um die später zwingend notwendige Harmonisierung zu erleichtern. Diese ist wichtig, damit deutsche Anleger und Emittenten einerseits von grenzüberschreitenden innovativen Dienstleistungen profitieren und deutsche Unternehmen andererseits ihre Lösungen auch europaweit anbieten zu können.

Wir setzen uns dafür ein, Security Token bei einer Überarbeitung der MiFID II auf Level 1 eindeutig als Teil existierender Arten von Finanzinstrumenten zu verankern. Für andere Token-Arten sind aus unserer Sicht passgenaue regulatorische Leitplanken notwendig. Eindeutige Begriffsbestimmungen dienen dann als Anknüpfungspunkt für differenzierte Regelungen – nicht nur in der MiFID II, sondern auch für Regelungen in der Market Abuse Regulation oder der Prospectus Regulation. Für weitere Überlegungen verweisen wir auf unsere (geplante) Stellungnahme zum Eckpunktepapier „Regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token – Digitale Innovationen ermöglichen, Anlegerschutz gewährleisten“ des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz sowie des Bundesministeriums der Finanzen.

Baden-Württembergische Wertpapierbörse GmbH
Regulatory Affairs

Börsenstraße 4
70174 Stuttgart
T +49 711 222 985-0
RegulatoryAffairs@boerse-stuttgart.de
boerse-stuttgart.de