



Bundesministerium der Finanzen
Ref. VII B5 [REDACTED]

11016 Berlin

Per E-Mail

Deutsche Bank AG
Government & Regulatory Affairs
and Group Structuring
Taunusanlage 12
60325 Frankfurt am Main
Tel +49 910 69472

Frankfurt am Main, 15. März 2019

Antwort der Deutschen Bank: BMF-Konsultation zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf MiFID II und MiFIR

[REDACTED]

die Deutsche Bank begrüßt die Initiative des Bundesministeriums der Finanzen, die Erfahrungen der Finanzbranche vor der bevorstehenden Überprüfung der MiFID II / MiFIR-Regulierung auf europäischer Ebene anzuhören. Das Ziel von MiFIR und MiFID II ist es, die Finanzmärkte effizienter, belastbarer und transparenter zu gestalten und den Anlegerschutz zu stärken. Diese Ziele unterstützen wir. Unsere praktische Erfahrung mit dem neuen Regelwerk zeigt jedoch eine Reihe von Fällen mit unbeabsichtigten Konsequenzen, ineffizienter Umsetzung und Regeln, die Änderungen erfordern. Insbesondere behindern einige Aspekte des Regelwerks den Zugang zum Kapitalmarkt sowohl für Emittenten als auch für Wertpapierfirmen und Anleger, insbesondere Privatkunden. Unsere Antwort erläutert diese Beispiele und schlägt konkrete Verbesserungen vor.

Das BMF verweist in seinem Konsultationsbrief nur auf mögliche Änderungen der europäischen Vorgaben. In unserer Antwort schlagen wir darüber hinaus Verbesserungen vor, die das Zusammenspiel von MiFIR / MiFID II mit anderen Regulierungsvorschriften umfassen. Zusätzlich befassen wir uns mit Themen, die sich aus den deutschen Durchführungsvorschriften ergeben und daher auf nationaler Ebene gelöst werden könnten. Schließlich können einige der erläuterten Probleme durch aufsichtsrechtliche Leitlinien (ohne Änderungen der Gesetzgebung) behoben werden. In einigen Fällen sind nur Änderungen der Durchführungsbestimmungen (Stufe 2), Leitlinien oder Auslegungen der europäischen Aufsichtsbehörden (Stufe 3) oder deutscher Umsetzungsvorschriften erforderlich.

Kernanliegen

1. Marktstruktur

Der geografische Geltungsbereich des Regelwerks sollten die EU-Märkte sein. Die Anforderungen wirken sich jedoch extraterritorial auf Unternehmen aus, die in einer Niederlassungsstruktur tätig sind und schaffen für diese einen Wettbewerbsnachteil. Darüber hinaus gibt es Beispiele für Anforderungen in MiFID II / MiFIR, die ungewollte Folgen haben. Die Handelspflicht für Aktien ist ein solches Beispiel einer Regelung, die nur durch nachträgliches Einlenken der EU-Behörden nicht zu erheblichen negativen Konsequenzen im europäischen Kapitalmarkt geführt hat.



Zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und Umsetzung der Rechtsvorschriften bezogen sich MiFIR / MiFID II auf die Kapitalmarktstruktur der EU-28, in der London als eines der wichtigsten Finanzzentren in der EU ist. Diese Struktur wird sich mit dem Brexit wahrscheinlich sehr bald verändern. Daher sollten einige Aspekte des Regelwerks mit dem Ziel überprüft werden, dass die Kunden Zugang zu liquiden Märkten behalten. Dies gilt insbesondere für die Handelspflichten für Aktien und Derivate.

2. Anlegerschutz

MIFID II legt Dokumentations- und Verhaltensanforderungen für ein breites Spektrum von Produkten, Dienstleistungen und Kunden / Investoren fest. In einigen Fällen wurden Vorgaben, die in der MiFID I nur für Privatkunden galten, in der MIFID II auf alle Kunden ausgeweitet. Dies kann zu unbeabsichtigten und negativen Folgen für die Kunden führen. Zum Beispiel haben die Regeln zur Produktüberwachung dazu geführt, dass Privatkunden in Deutschland einige Unternehmensanleihen nicht mehr zur Verfügung stehen. Da erfahrenen Kunden kein Opt-out aus einigen Informationsanforderungen zur Verfügung steht, haben sich viele Geschäfte von beratungspflichtigen zu nicht beratungspflichtigen (Online-) Kanälen verlagert.

Gesetzgeber und Aufsichten haben versucht, dieses Problem unter Zuhilfenahme des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit anzugehen. Durch klarere regulatorische Vorgaben und eine strengere Differenzierung zwischen den verschiedenen Kundengruppen würden die Regeln effizienter umgesetzt. Im Geschäft mit Privatkunden- / Wealth-Management besteht ein Unterschied zwischen einem relativ unerfahrenen Kunden und einem semiprofessionellen, erfahrenen Kunden. Letzter benötigt im Geschäft mit Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen keinen weitgehenden Anlegerschutz. Darüber hinaus gibt es professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit noch geringeren Bedürfnissen für Anlegerschutz.

Darüber hinaus gibt es unterschiedliche Auslegungen der besonderen Anforderungen in MiFID II / MIFIR in den Mitgliedstaaten. Zum Beispiel verwenden Großbritannien und Frankreich einen anderen Ansatz bei der Klassifizierung von Gebühren oder Provisionen für Zeichnungen und Platzierungen von Aktien als Anreize als in Deutschland. Dies birgt die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen. Einheitliche Leitlinien auf EU-Ebene würden diese Frage lösen.

3. Regulatorische Meldepflichten

Das Meldewesen, insbesondere die Anforderungen für Meldungen von Geschäften, gehörte zu den aufwendigsten Verpflichtungen, die Marktteilnehmer nach MiFID II / MiFIR umsetzen mussten. Es gibt einige Aspekte, in denen Änderungen der Interpretation oder der Methodik die Regeln klarer fassen könnten. Wir würden jedoch nicht zu einer umfassenden Überarbeitung der Regeln raten, um die Menge zusätzlicher Ressourcen zu begrenzen, die für die Erstellung der vorgeschriebenen Berichterstattung an Regulierungsbehörden nötig sind.

4. PRIIPS-Verordnung

Jenseits von MiFID II und MiFIR bestehen in der Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIPs) einige Unklarheiten, was zu Unsicherheiten (und Kosten) für Unternehmen und Kunden führt. Zum Beispiel ist die Definition dessen, was genau ein PRIIP ist, nicht völlig klar.



Lösungsvorschläge

Zur Verbesserung der o.g. Probleme sollte keine vollständige Überarbeitung des MiFID-Rahmenwerks erforderlich sein. Die geplante Überprüfung im Jahr 2020 sollte jedoch dazu dienen, die Regeln auf ihre Geeignetheit für einen EU-Markt mit 27 Mitgliedsstaaten zu untersuchen. Eine gutdosierte Auswahl an konkreten Verbesserungen kann viel dazu beitragen, Inkonsistenzen zu beseitigen und unnötige Belastungen zu reduzieren:

1. Anforderungen, bei denen die Kosten den Nutzen übersteigen, sollten vereinfacht werden. Das betrifft z.B. die Handelspflicht für Aktien (Share Trading Obligation) oder bestimmte Informationsvorschriften für Kunden. Rechtsbereiche, in denen Marktteilnehmer mit uneinheitlichen Standards konfrontiert sind, sollten regulatorische Leitlinien für die Anwendung in der gesamten EU erhalten. Die Anwendung der Anlegerschutzanforderungen in MiFIR / MiFID II sollte flexibler gestaltet werden, um (i) Kunden freiwillige Opt-outs aus bestimmten Informationspflichten zu ermöglichen und (ii) den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit stärker zu betonen (insbesondere für nicht-komplexe Produkte und unterschiedliche Arten von Kunden).

2. Die Beratung der Kunden sollte vereinfacht werden. Die Informationsanforderungen im Rahmen der MiFID II sollten überprüft werden, um mehr kundenorientierte Lösungen zu schaffen und freiwillige Opt-outs zuzulassen, wenn die Kunden nicht alle erforderlichen Dokumentationen erwünschen. Darüber hinaus können Ex-ante-Kostenangaben für geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden aufgehoben werden. Es sollte mehr Möglichkeiten für standardisierte Informationen an Kunden geben.

3. Das Fehlen klarer Definitionen in den Produktüberwachungs-Anforderungen hat zu Unsicherheit auf dem Markt und zu ungleichen Wettbewerbsbedingungen geführt. Daher sollten diese Anforderungen nicht mehr für simple Standardprodukte (wie Aktien und Anleihen) gelten und die Verantwortlichkeiten zwischen Herstellern und Vertreibern sollten klarer abgegrenzt werden.

4. Eine europäische Harmonisierung der Zeiträume für eine spätere Veröffentlichung von Geschäften würden eine Fragmentierung der Liquidität innerhalb der EU vermeiden und Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage beseitigen. Bei Anreizen empfehlen wir eine Harmonisierung der Definition von Qualitäts- und Serviceverbesserungen durch ESMA-Leitlinien.

Wenn Sie weitere Auskünfte zu den beschriebenen Themen benötigen, lassen Sie uns dies gern jederzeit wissen. Wir stehen bereit, unsere Ideen zu erläutern und würden gerne ein persönliches Gespräch führen. Wir freuen uns darauf, die nächsten Schritte des BMF zu unterstützen, damit das Regelwerk von MiFIR / MiFID II im Interesse der europäischen Wirtschaft und Investoren besser funktionieren kann.



Antwort der Deutschen Bank: BMF-Konsultation zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf MiFID II und MiFIR - Hauptteil

0.	Einleitung.....	5
Abschnitt 1: Marktstruktur		5
1.	Handelspflicht für Aktien	5
2.	Extraterritorialität	6
3.	Ausnahmen für Zentralbanken.....	7
4.	Transparenzanforderungen.....	8
Abschnitt 2: Anlegerschutz		8
5.	Informationspflichten.....	8
6.	Kosten & Gebühren	10
7.	Aufzeichnung von Telefongesprächen.....	12
8.	Produktüberwachung.....	13
9.	Anreize / Research.....	15
10.	Kenntnisse und Kompetenzen	16
11.	Mittelzuweisung bei Emissionsübernahme und Platzierung	17
Abschnitt 3: Regulatorische Meldepflichten		17
12.	Traded on a Trading Venue (ToTV) / Financial Instrument Reference Data System (FIRDS) ¹⁷	
13.	Meldungen von Geschäften	19
Abschnitt 4: PRIIPs Verordnung.....		22
14.	PRIIPs Verordnung.....	22



0. Einleitung

Wir begrüßen die Möglichkeit, Empfehlungen für Verbesserungen der Europäischen Finanzmarktrichtlinie/-verordnung (MiFID II / MiFIR) geben zu können. Die Punkte, die wir in unserer Antwort aufbringen, adressieren die unbeabsichtigten Folgen, unnötigen Kosten und Inkonsistenzen der jeweiligen Regelungen und schlagen mögliche Lösungen vor.

Während es gute Gründe für signifikante Korrekturen an den gesetzgeberischen und regulatorischen Maßnahmen geben könne, gibt es auch eine Reihe möglicher kurzfristiger Lösungen und die ohne erhebliche zusätzliche Umsetzungskosten Vorteile bringen könnten.

Abschnitt 1: Marktstruktur

1. Handelspflicht für Aktien

Art. 23 MiFIR (Handelspflichten für Wertpapierfirmen)

Die Handelspflicht für Aktien sollte im Hinblick auf die politischen Ziele der MiFID II, die darin bestehen, die Transparenz der EU-Kapitalmärkte zu erhöhen und den Kunden in der EU einen besseren Anlegerschutz zu bieten, überarbeitet werden. Der Anwendungsbereich der Handelspflicht ist zu groß, um ein nützliches Instrument zur Erreichung dieser Ziele zu sein.

In einer wörtlichen Auslegung der Anforderungen würden Aktien aus Drittländern, die für den Handel in der EU zur Verfügung stehen, der Handelspflicht unterliegen, es sei denn, der Handel mit diesen Aktien ist unsystematisch, ad hoc, unregelmäßig oder selten oder wird zwischen professionellen Gegenparteien getätigt, die nicht zum Prozess der Kursfestsetzung beitragen. Hierbei wird die tatsächliche Liquidität dieser Aktien in der EU nicht berücksichtigt. Fehlende Definitionen zur Bestimmung, was als unsystematisch, ad hoc, unregelmäßig oder selten gilt, machen diese Ausnahme unbrauchbar.

Die Ankündigungen der Europäischen Kommission¹ und der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA)² im Vorfeld der MiFID II haben es den Marktteilnehmern ermöglicht, die schädlichsten Folgen der Handelspflicht zu vermeiden. Die Ankündigungen haben bestätigt, dass die Handelspflicht für jene Aktien gilt, die an Börsen in den anerkannten Ländern und in der EU notiert sind ("duale Notierungen"). Das gilt unter der Bedingung, dass der Handel in der EU einen erheblichen Teil des weltweiten Handelsvolumens der Aktie ausmacht und dass für die Länder, für die keine Äquivalenzentscheidungen getroffen wurden, Aktien aus diesen Ländern von der Handelspflicht ausgenommen sind. Die Grundlage für diese Ankündigungen ist jedoch nicht rechtssicher und wird im Rahmen des Brexit derzeit in Frage gestellt.

Die Handelspflicht für Aktien sieht keine Fälle vor, in denen konkurrierende Verpflichtungen zwischen der EU und Drittländern bestehen und es keine Äquivalenzentscheidungen gibt. Ohne die Verlängerung der Äquivalenzentscheidung mit der Schweiz Ende 2018 wären EU-

¹ Pressemitteilung der Europäischen Kommission "MiFID II: Commission adopts equivalence decisions to facilitate global trading in shares" vom 13. Dezember 2017, verfügbar hier: <http://europa.eu/rapid/midday-express-13-12-2017.htm?locale=de%20-%2018>

² Pressemitteilung von ESMA "ESMA clarifies trading obligation for shares under MiFID II" vom 13. November 2017, verfügbar hier: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-clarifies-trading-obligation-shares-under-mifid-ii>



Investoren beispielsweise gezwungen gewesen, Schweizer Aktien an EU-Standorten zu handeln, an denen es i.d.R. viel weniger Liquidität gibt und daher wahrscheinlich die Preise höher sind. Nach dem Brexit sind ähnliche Folgen für britische Aktien (von denen die meisten für den Handel in der EU verfügbar sind) zu erwarten, wenn keine Äquivalenzentscheidung getroffen wird. Im Falle konkurrierender Aktienhandelspflichten zwischen der EU und Drittländern sollten Aktien, die der Handelspflicht unterliegen an Handelsplätzen in beiden Ländern, in denen eine solche Handelspflicht besteht, gehandelt werden können.

Außerdem stehen die Anforderungen an die bestmögliche Ausführung (*Best Execution*) in MiFID II und die Handelspflicht in Konflikt, wenn die Ausführung an Standorten in Drittländern den Kunden aus der Sicht der bestmöglichen Ausführung zugute käme, aber der Handelspflicht widerspricht. Obwohl dieser Konflikt in Erwägung 11 von MiFIR vorweggenommen wurde, wären Leitlinien im Interesse der EU-Investoren, um diese Konflikte auf europäischer Ebene zu lösen.

Mögliche Lösungen

MiFIR

Wir würden eine Überprüfung der Handelspflicht dahingehend begrüßen, dass die Ziele von MiFID II / MiFIR, im Interesse der EU-Anleger zu handeln und die Transparenz der EU-Märkte zu gewährleisten, erreicht werden. Dies könnte dadurch sichergestellt werden, indem

- (i) der Umfang der Handelspflicht auf Aktien beschränkt wird, bei denen ein wesentlicher Anteil des Handels (basierend auf klaren und eindeutigen Schwellenwerten) innerhalb der EU stattfindet,
- (ii) Leitlinien für den Umgang mit konkurrierenden Handelspflichten in Drittländern vorgegeben werden oder bestätigt wird, dass bei konkurrierenden Handelspflichten, Marktteilnehmer diesen Verpflichtungen sowohl an Handelsplätzen in Drittländern als auch in der EU nachkommen können und
- (iii) ein angemessener und pragmatischer Ansatz für Konflikte zwischen der Handelspflicht und den Anforderungen an die bestmögliche Ausführung gewählt wird.

2. Extraterritorialität	Art. 16 MiFID II (Organisatorische Anforderungen) Art. 3, 8 MiFIR (Vorhandelstransparenzanforderungen) Art. 6, 10 MiFIR (Nachhandelstransparenzanforderungen)
--------------------------------	---

Die Anwendbarkeit der MiFID-II-Anforderungen außerhalb der EU sollte überprüft werden. Normzweck der MiFID II war es, die Transparenz der EU-Kapitalmärkte und den Anlegerschutz für EU-Kunden zu erhöhen. Die Auswirkungen auf Zweigniederlassungen einer Reihe von MiFID-II-Anforderungen außerhalb der EU haben zu einem Wettbewerbsnachteil für EU-Banken geführt, die weltweit in einer solchen Struktur tätig sind.

Die Produktüberwachungsanforderungen in MiFID II, die als sogenannte Organisationsregeln eingestuft sind, verpflichten die Hersteller von Anlageprodukten, einen Zielmarkt zu definieren, unabhängig davon, ob die Instrumente für den Vertrieb innerhalb oder außerhalb der EU bestimmt sind. Die Zielmarktbestimmung bringt keinen Mehrwert, wenn die jeweiligen Produkte von Nicht-EU-Unternehmen, die nicht den MiFID-II-Anforderungen unterliegen, an Nicht-EU-Kunden vertrieben werden und schafft lediglich zusätzliche Komplexität.



Gemäß der Auslegung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) sind die Vor- und Nachhandelstransparenz-Anforderungen der MiFIR auf Zweigniederlassungen in Drittländern anzuwenden. Diese Regelung – obwohl sie derzeit nicht angewandt wird, solange ESMA ihre Überprüfung von Handelsplätzen in Drittländern nicht abgeschlossen hat – schafft eine Verpflichtung, die in einigen Märkten in Drittländern unbekannt ist.

Insbesondere die Vorhandelstransparenz-Anforderungen sind in dieser Hinsicht problematisch. Zweigniederlassungen von EU-Wertpapierfirmen in Drittländern könnten dazu gezwungen sein, Geschäfte, die sie mit Nicht-EU-Kontrahenten an einem Handelsplatz außerhalb der EU und außerhalb der Öffnungszeiten der EU-Märkte tätigen, zu veröffentlichen. Die Vorhandelsveröffentlichung dieser Geschäfte würde keinen Mehrwert für die Preisbildung auf den EU-Märkten oder für EU-Investoren darstellen.

Mögliche Lösungen

MiFID II / MiFIR

Das Hauptaugenmerk der MiFID II-Vorschriften sollte auf den EU-Kapitalmärkten und EU-Investoren liegen. Derzeit haben die Anforderungen jedoch erhebliche extraterritoriale Auswirkungen auf Wertpapierfirmen, die über Zweigniederlassungen außerhalb der EU tätig sind und beeinflussen diese Institute nachhaltig. Der regulatorische Rahmen der MiFID II sollte neu definiert werden und sich klar auf die EU-Märkte, Unternehmen und Investoren konzentrieren.

Länder außerhalb der EU haben nach der Finanzkrise unterschiedliche Ansätze verfolgt, um den Anlegerschutz und die Markttransparenz zu verbessern. Diese Regeln gleichen nicht immer den EU-Anforderungen. Bestimmte Vorschriften wie die Vor- und Nachhandelstransparenzanforderungen, wenn sie auf Drittländer ausgeweitet werden, schaffen keinen Mehrwert innerhalb der EU und sollten auf den Handel innerhalb der EU beschränkt sein. Ebenso sollte die Bestimmung eines Zielmarkts für Finanzinstrumente, die nur für den Vertrieb außerhalb der EU bestimmt sind, gestrichen werden.

3. Ausnahmen für Zentralbanken	Art. 1(6), (7), (9) MiFIR
---------------------------------------	---------------------------

MiFIR erfordert eine Äquivalenzentscheidung für alle Zentralbanken von Drittländern, einschließlich einer detaillierten Analyse jeder einzelnen Jurisdiktion, um die jeweilige Zentralbank von bestimmten MiFIR-Anforderungen auszunehmen. Andere Finanzmarktverordnungen in der EU, wie z.B. die EU-Benchmark-Verordnung, erfordern keine solche Analyse und sehen eine allgemeine Befreiung aller Zentralbanken vor.

Darüber hinaus beschränkt sich die MiFIR-Ausnahme für Zentralbanken auf Transparenzanforderungen für den Zahlungsverkehr (nicht für Anlagegeschäfte) und erstreckt sich nicht auf alle MiFIR-Anforderungen wie z.B. Meldungen von Geschäften.

Unter Berücksichtigung des Risikoprofils der Zentralbanken und der Aufgaben im Allgemeininteresse, die sie wahrnehmen, erscheint diese Einschränkung der Ausnahme für Zentralbanken von MiFIR unverhältnismäßig.

Die Meldepflicht für Geschäfte hat sich nachteilig auf die Handelsaktivitäten von EU-Wertpapierfirmen mit Zentralbanken von Drittländern ausgewirkt. Diese Zentralbanken



bevorzugen Transaktionen mit Unternehmen, die nicht den MiFIR-Anforderungen unterliegen, um die MiFIR-Meldepflichten zu vermeiden.

Mögliche Lösungen

MiFIR

Die Anforderung einer Äquivalenzentscheidung für alle Zentralbanken von Drittländern in MiFIR sollte gestrichen werden, da der Mehrwert, den eine solche Analyse angesichts des Risikoprofils einer Zentralbank bietet, begrenzt ist.

Die Ausweitung der Ausnahme für Zentralbanken auf alle MiFIR-Anforderungen würde es allen Zentralbanken ermöglichen, weiterhin flexibel zu bleiben, um sicherzustellen, dass sie ihre Ziele im öffentlichen Interesse erreichen. Sie würde es außerdem EU-Wertpapierfirmen ermöglichen, weiterhin mit Nicht-EU-Zentralbanken zu handeln und ein hohes Maß an Rechtssicherheit gewährleisten.

4. Transparenz-Anforderungen	Art. 7 und 11 MiFIR
-------------------------------------	---------------------

Die Zeiträume für eine spätere Veröffentlichung nach dem Handel wurden bei der Verabschiedung von MiFIR nicht harmonisiert, und die zuständigen Aufsichtsbehörden wurden beauftragt, die Zeiträume für eine spätere Veröffentlichung festzulegen. Dies hat zu einem fragmentierten System innerhalb der EU geführt, insbesondere bei Nicht-Eigenkapitalinstrumenten, was zur Unsicherheit bei Marktteilnehmern führt und Potenzial für Wettbewerbsverzerrungen birgt, wenn eine Jurisdiktion längere Fristen einräumt als andere.

Mögliche Lösungen

MiFIR

Eine Standardisierung der Zeiträume für eine spätere Veröffentlichung nach dem Handel in MiFIR würde ein harmonisiertes System innerhalb der EU einführen, das regulatorische Arbitrage verhindert und eine Fragmentierung von Liquidität innerhalb der EU verhindert.

Abschnitt 2: Anlegerschutz

5. Informationspflichten	Art. 16, 24 MiFID II Art. 59, 62, 63 MiFID II Delegierte Verordnung
---------------------------------	---

Die Informationspflichten für Kunden im Rahmen der MiFID II sind insbesondere im Beratungsprozess (einschließlich der Eignungserklärung), aber auch in Bezug auf Kosten und Gebühren oder Produktmanagement und Zielmarktanforderungen deutlich gestiegen.

Die unbeabsichtigte Folge der Informationsmenge, in Bezug auf unerfahrene Kunden, ist ein Überfluss an Informationen, die für die Kunden keinen Mehrwert bringen. Informationen, die für einen Kunden und seine individuellen Anliegen von zentraler Bedeutung sind, werden dabei sehr leicht übersehen.



Die Kunden haben ihre Frustration über die zahlreichen Interaktionen zwischen ihnen und mehreren Kontaktpersonen in Wertpapierfirmen zwecks diverser Offenlegungen und Kundeninformationen zum Ausdruck gebracht. Die fehlende Möglichkeit, insbesondere für erfahrene Kunden, einige dieser Informationspflichten selektiv abzulehnen, führt dazu, dass Kunden sich zunehmend aus der Beratung zurückziehen und eher den direkten (Online-)Weg – völlig ohne Beratung – wählen, mit entsprechenden Auswirkungen auf den Anlegerschutz (Eignungsprüfung versus Angemessenheitsprüfung).

Die Zeit, die benötigt wird, um den Informationspflichten für Kunden gerecht zu werden, hat zu einer erheblichen Verlängerung der Dauer einer jeden einzelnen Transaktion geführt. So hat sich beispielsweise der Zeitaufwand für die Beratung im Vergleich zur zeitlichen Dauer einer reinen Online-Ausführung im Rahmen der MiFID II um 200 bis 400% erhöht. In volatilen Märkten kann dieser zusätzliche Zeitaufwand für die Durchführung einer Transaktion zu echten Nachteilen für die Kunden führen.

Die folgenden Informationspflichten sind Beispiele für zusätzliche Berichtspflichten im Rahmen der MiFID II, die Wertpapierfirmen, ohne ausgleichenden Nutzen für die Kunden, besonders belasten:

- Das Berichten von detaillierten Informationen zur Ausführung von Kundenaufträgen nach Art. 59 der MiFID II Delegierten Verordnung an geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden führt zu einer erhöhten Anzahl von Berichten an Kunden, die diese Art von Informationen nicht benötigen.
- Der Verlustschwellenbericht unter Art. 62 Abs. 1 der MiFID II Delegierten Verordnung für Unternehmen, die Portfolioverwaltungsdienstleistungen und die Verlustschwellenmeldung nach Art. 62 (2) für bestimmte gehebelte Finanzinstrumente von Privatkunden kann dazu führen, dass Kunden zwei unterschiedliche Verlustschwellenberichte erhalten. Einen von ihrem Portfoliomanager und einen weiteren von ihrer Depotbank. Während diese Berichte sich unterscheiden (da die Portfoliomanager auf Portfolioebene und im Hinblick auf die Meldeintervalle berichten müssen, aber eine Depotbank über den Totalverlust im Vergleich zum Initialwert auf Basis der einzelnen Finanzinstrumente berichten muss), erhalten Kunden, die die Verwaltung an die Portfoliomanager delegiert haben, keinen Mehrwert aus der Art. 62(2) Berichterstattung.
- Die vierteljährliche Kundenabrechnung der Finanzinstrumente nach Art. 63 der MiFID II Delegierten Verordnung schafft eine doppelte Berichterstattung für geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden, die ähnliche Informationen bereits auf elektronischem Wege erhalten (z.B. durch regelmäßige SWIFT-Nachrichten) oder, falls die erforderlichen Informationen nicht in den SWIFT-Nachrichten enthalten sind, diesen Anforderungen in Vertragsdokumentationen zugestimmt haben. Für Privatkunden sind die in den Quartalsberichten enthaltenen Informationen eine Verdoppelung von Informationen, die sie jährlich erhalten, daher sollte ein Opt-out für Privatkunden geschaffen werden.



Mögliche Lösungen

MiFID II

Die Informationspflichten der MiFID II und ihrer Delegierten Verordnung sollten in den MiFID-II-Review aufgenommen werden, um den Kunden Informationen zur Verfügung zu stellen, die es ihnen ermöglichen, fundierte Entscheidungen zu treffen, ohne sie unnötig mit Informationen zu überlasten und die für Transaktionen erforderliche Zeit ungebührlich zu verlängern. Insbesondere sollten die Bestimmungen über Kosten und Gebühren, Eignungserklärungen und Aufzeichnungspflichten von Telefongesprächen überarbeitet werden, um kundenorientierte Lösungen zu liefern, die es ermöglichen, bestimmte Kunden automatisch von bestimmten Informationsanforderungen auszugliedern oder Opt-out Lösungen zu schaffen.

MiFID II Delegierte Verordnung

Bezüglich der Beispiele für zusätzliche MiFID-II-Berichtsansforderungen schlagen wir folgende Lösungsansätze vor:

- Aufhebung der Pflicht, dass geeigneten Gegenparteien oder professionellen Kunden der Bericht über die Ausführung von Kundenaufträgen nach Artikel 59 zugestellt werden muss, um die Menge der Informationen, die diesen Kunden zugestellt werden, ohne dass ein konkreter Nutzen entsteht, zu reduzieren.
- Hinzufügung einer Klarstellung, dass für Portfolios, die Portfoliomanagement-Dienstleistungen unterliegen, keine zusätzliche Verlustschwellenmeldung nach Art. 62(2) MiFID II Delegierte Verordnung erforderlich ist, unabhängig davon, ob Portfoliomanager und Depotbank identische oder zwei unterschiedliche Wertpapierfirmen sind. Diese Klarstellung würde verhindern, dass Kunden widersprüchliche und verwirrende Informationen erhalten.
- Aufhebung der Verpflichtung zum Erstellen des vierteljährlichen Kundenauszugs der Finanzinstrumente gemäß Art. 63 MiFID II Delegierte Verordnung für geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden, die die meisten dieser Informationen bereits erhalten. Erstellen einer Opt-out-Option für Privatkunden in Bezug auf die Berichterstattung nach Art. 63 MiFID II Delegierte Verordnung, wenn die jährliche Berichterstattung gewährleistet ist.

6. Kosten & Gebühren	Art. 24 IV MiFID II Art. 50 MiFID II Delegierte Verordnung
---------------------------------	---

Die MiFID II und die damit verbundene Delegierte Verordnung verpflichten Wertpapierfirmen, Kunden und potenzielle Kunden über alle Kosten für Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen und damit verbundenen Gebühren, einschließlich der Kosten eines Finanzinstruments, zu informieren. Diese Verpflichtung gilt sowohl für die Ex-ante- als auch für die Ex-post- (mindestens jährliche) Offenlegung von Kosten und Gebühren.

Diese Bestimmungen haben zu unverhältnismäßigen Informationsanforderungen geführt. Unterschiedliche Auslegungen, sowohl in den nationalen Umsetzungsgesetzen als auch in den unterschiedlichen Aufsichtspraktiken, haben die Komplexität zusätzlich erhöht.



Ex-ante-Kosten & Gebühren

Die Ex-ante-Kosten- und Gebührenanforderungen der MiFID II und ihrer Delegierten Verordnung besagen nicht, dass für jedes Finanzinstrument eine Offenlegung auf transaktionsbezogener Basis erforderlich ist. Eine strenge Auslegung dieser Anforderungen ist ineffizient, für einige Transaktionen sogar unmöglich.

Bei einigen Kapitalmarkttransaktionen ist es üblich, dass diese in hoher Frequenz durchgeführt werden. Die Akzeptanzzeiten für Transaktionen in diesen Märkten liegen oft unter einer Sekunde. Ex-ante-Transaktionsangaben zu jeder Transaktion sind in diesen Fällen unmöglich, würden den Umfang der getätigten Geschäfte drastisch reduzieren und die am Markt verfügbare Liquidität einschränken.

Die ex-ante bereitgestellten Informationen sollen Transparenz schaffen und sicherstellen, dass die Kunden rechtzeitig angemessene Informationen erhalten, um eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen. Der Nutzen dieser Informationen ist jedoch nicht in allen Fällen ersichtlich. Anspruchsvolle oder erfahrene Kunden kennen in der Regel die Kosten und Gebühren, die bei bestimmten Transaktionen zu erwarten sind. In Märkten, in denen die Preise gut bekannt sind – wie z.B. bei sogenannten „*Plain Vanilla*“-Produkten wie Aktien, Anleihen, Devisentermingeschäften – verlangsamen die Offenlegungen eine Transaktion erheblich, ohne den Kunden Informationen zu liefern, die für die Durchführung einer Transaktion erforderlich sind. Dies kann besonders in Zeiten von Marktturbulenzen nachteilige Auswirkungen haben.

In anderen Märkten, wie z.B. bei Corporate-Finance-Transaktionen, werden die Gebühren zwischen den Gegenparteien verhandelt, und es gibt keine Verfahren anhand derer eine bestimmte Gebühr für Kunden berechnet wird, daher bieten die Ex-ante-Angaben in diesen Märkten keinen Mehrwert.

Die Ex-ante-Offenlegung ist bei telefonischen Aufträgen nicht durchführbar, da diese Aufträge erst ausgeführt werden können, wenn der Kunde alle Offenlegungen auf einem dauerhaften Medium erhalten hat. Dies hat zum Teil zu einem deutlichen Rückgang der telefonischen Auftragseingänge geführt, stattdessen gehen die Kunden zum selbstgesteuerten Online-Banking über.

Die MiFID II Umsetzungsgesetze und Auslegungen in einigen EU-Mitgliedstaaten³ ermöglichen eine Offenlegung von exemplarischen Ex-ante-Kosten und Gebühren. Das deutsche Umsetzungsgesetz der MiFID II, das bei exemplarischen Offenlegungen nicht explizit ist, wird von der BaFin so interpretiert, dass für jedes Finanzinstrument eine Offenlegung der Kosten für Verbraucher / Privatkunden auf transaktionsbezogener Basis erforderlich ist. Die unterschiedlichen Interpretationen schaffen ungleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen den Marktteilnehmern in Europa, unterschiedliche Anlegerschutzstandards und Unannehmlichkeiten für die Kunden.

³ Zum Beispiel erlaubt das österreichische MiFID-II-Umsetzungsgesetz die Erstellung von Ex-ante-Kosteninformationen in standardisierter Form (§48(3) des österreichischen Wertpapieraufsichtsgesetzes). Zudem ist es Wertpapierfirmen auch erlaubt Kosteninformationen nach der Durchführung des Auftrags auszustellen, wenn diese Transaktion auf elektronischem Wege durchgeführt wurde.



Mögliche Lösungen

Deutsche Umsetzung von MiFID II

Wir würden eine Klarstellung in der deutschen MiFID-II-Umsetzung begrüßen, die eine exemplarische Offenlegung von Kosten und Gebühren für alle Arten von Kunden und Transaktionen ausdrücklich erlaubt (z.B. durch die Bereitstellung von Kostentabellen, die die typischen durchschnittlichen Service- und Produktkosten für verschiedene Gruppen von Finanzinstrumenten enthalten).

MiFID II Delegierte Verordnung

Um den Herausforderungen im Zusammenhang mit der Offenlegung von Ex-ante-Kosten zu begegnen, ohne den legitimen Anlegerschutz zu beseitigen, schlagen wir vor, die Notwendigkeit der Offenlegung von Ex-ante-Kosten und Gebühren für bestimmte Arten von Kunden (geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden) in der MiFID II Delegierten Verordnung zu streichen.

Darüber hinaus könnte in der MiFID II Delegierten Verordnung eine explizite Opt-out-Lösung für Privatkunden geschaffen werden, durch die auf Wunsch des Kunden auf die Offenlegungspflicht verzichtet wird. Dieses Opt-out könnte davon abhängig gemacht werden, dass: (i) eine einmalige exemplarische Ex-ante-Offenlegung der für eine bestimmte Art von Transaktion erwarteten Kosten und Gebühren gegeben wird, die nach einem bestimmten Zeitraum (z.B. alle zwei Jahre) erneuert werden müsste, (ii) es jederzeit widerrufbar ist und (iii) es schriftlich erfolgen muss.

Alternativ sollten bestimmte Transaktionen, die bereits transparent sind (insbesondere „Plain Vanilla“-Instrumente), die nur von erfahrenen Kunden getätigt werden (bestimmte OTC-Derivate, Corporate-Finance-Transaktionen) oder bei denen Ex-ante-Angaben aufgrund ihrer Häufigkeit, Volatilität und geringen Akzeptanzzeiten nicht möglich sind, aus den Ex-ante-Kosten- und Gebührenangaben ausgenommen werden.

Limitierte Anwendung bei geeigneten Gegenparteien und professionellen Kunden

Wertpapierfirmen können unter bestimmten Umständen einer begrenzten Anwendung der Offenlegung der Kosten und Gebühren mit geeigneten Gegenparteien und professionellen Kunden vereinbaren. Der Umfang dieser eingeschränkten Anwendung der Offenlegungen ist unklar.

Mögliche Lösungen

MiFID II Delegierte Verordnung

Leitlinien auf europäischer Ebene, entweder in der MiFID II Delegierten Verordnung oder als ESMA-Leitlinien, wie die begrenzte Anwendung der Kosten- und Gebührenangaben auf geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden angewendet werden könnte, würden EU-Wertpapierfirmen Klarheit in diesem Punkt verschaffen.

7. Aufzeichnung von Telefongesprächen	Art. 16 MiFID II Art. 76 MiFID II Delegierte Verordnung
--	--

Die Aufzeichnungspflicht von Telefongesprächen hat zu einem negativen Feedback von Kunden geführt, die sich über das Fehlen eines Opt-out von diesen Anforderungen



beschweren und nicht wollen, dass ihre personenbezogenen Daten erfasst werden, u.a. aus Datenschutzgründen

Die Aufzeichnungspflicht von Telefongesprächen in MiFID II in der EU wurde zudem unterschiedlich umgesetzt, ohne jegliche Harmonisierung des Zeitpunkts, ab dem eine Aufzeichnung zu beginnen oder zu enden hat, wie Kunden zu behandeln sind, die die Aufnahme abgelehnt haben, und wie mit Videogesprächen umzugehen ist.

Mögliche Lösungen

MiFID II Delegierte Verordnung

Kunden sollten die Möglichkeit haben, die Aufzeichnungspflicht von Telefongesprächen abzulehnen. Dieses Opt-out für Privatkunden könnte bestimmten Bedingungen unterliegen, z.B. nur für einen bestimmten Zeitraum gültig sein, jederzeit widerrufbar sein und schriftlich erfolgen müssen.

Alternativ sollte die Möglichkeit bestehen, dass die Aufzeichnung erst dann gestartet wird, wenn der Anlageberater das Gespräch für den Kunden mit den Details einer Transaktion zusammenfasst (nur im Falle einer Auftragserteilung).

Generell sollte in der gesamten EU eine harmonisierte Aufzeichnungspflicht von Telefongesprächen eingeführt werden, die aktuelle deutsche Bestimmung zur Aufzeichnung von Telefongesprächen sollte der Leitfaden für eine solche Harmonisierung sein.

8. Produktüberwachung	Art. 16 (3) MiFID II Art. 24 (2) MiFID II Arts. 9 – 10 MiFID II Delegierte Richtlinie
------------------------------	---

Mit den Anforderungen an die Produktüberwachung in der MiFID II wurden zusätzliche Dokumentations- und Berichtspflichten für Hersteller und Vertrieber von Finanzprodukten eingeführt.

Diese Anforderungen scheinen mit dem Fokus auf strukturierte Produkte für Privatkunden formuliert worden zu sein. Ihre Relevanz und Anwendbarkeit auf hinreichend standardisierte Produkte, wie beispielsweise „Plain Vanilla“-Aktien oder -Anleihen, sind unklar, vielmehr gibt es hierzu inkonsistente regulatorische Leitlinien diverser nationaler Aufsichtsbehörden in der EU.

Die umfangreichen Dokumentations- und Berichtspflichten, sowie die damit verbundenen Verpflichtungen für Hersteller von Finanzprodukten, haben dazu geführt, dass bestimmte Produkte nicht mehr an Privatkunden vertrieben werden. Dies gilt in Deutschland insbesondere für den Vertrieb von bestimmten Unternehmensanleihen. Die PRIIPs-Verordnung erhöht zusätzlich die Komplexität von Anleihen mit bestimmten Auszahlungsstrukturen, insbesondere von hochbewerteten, variabel verzinsten Anleihen mit einer Mindestverzinsung. Diese Anforderungen schränken in Summe die Verfügbarkeit von Anlageprodukten für Privatkunden in Deutschland ein.

Fehlende klare Definitionen in den Anforderungen an die Produktüberwachung, beispielsweise in Bezug auf den Zielmarkt oder die Verantwortlichkeiten zwischen Herstellern



und Vertreibern, haben zu Unsicherheit auf dem Markt und ungleichen Wettbewerbsbedingungen geführt.

Für bestimmte Beratungsprodukte in der langfristigen Unternehmensfinanzierung, wie z.B. Neuemissionen (*Initial Public Offerings*, IPOs), schaffen die Anforderungen an die Produktüberwachung keinen Mehrwert, sondern lediglich zusätzliche Belastungen.

Insbesondere sollte die Verpflichtung der Wertpapierfirmen zur regelmäßigen Überprüfung der von ihnen hergestellten Finanzinstrumente überdacht werden. Finanzinstrumente, wie standardisierte Produkte einschließlich Aktien und Anleihen, sind leicht verständlich, ihre Strukturen und Auszahlungsprofile sind einfach und ändern sich während des Lebenszyklus des Instrumentes nicht. Eine kontinuierliche Überwachung durch die Hersteller bringt den Anlegern keinen Nutzen. Im Gegensatz zu Investmentfonds und strukturierten Produkten für Privatkunden wurden sie in erster Linie nicht als "Anlageprodukte" aufgelegt, sondern dienen Unternehmen als Finanzierungsmittel, entweder durch das Angebot einer Beteiligung an dem Unternehmen oder zum Zwecke der (Re-)Finanzierung von Marktteilnehmern der Realwirtschaft.

Darüber hinaus haben Wertpapierfirmen, wenn sie lediglich als Berater für Unternehmensemittenten bei der Entwicklung des betreffenden Finanzinstruments fungiert haben, nach der Emission keine Verantwortung, Einblick oder Einfluss mehr auf diese Unternehmensanleihen oder ähnliche Finanzinstrumente. Daher sollte die Verantwortung der Hersteller für die Überwachung der Produkte, für die sie nur als Berater fungiert haben – wenn diese Überwachung überhaupt für standardisierte Produkte wie Aktien und Anleihen erforderlich sein sollte – mit dem Ende der Beratungsrolle enden.

Die Anforderung, den Zielmarkt für jedes einzelne Finanzinstrument zu bewerten, wirkt für Unternehmen, die einen portfolioorientierten Ansatz – insbesondere im Rahmen von Verwaltungsmandaten – verfolgen, Probleme auf. Diese Anforderung begrenzt die Anzahl der Anlagealternativen, die den Kunden zur Verfügung stehen, und wirkt sich potenziell negativ auf das Risiko-Rendite-Profil der Kunden aus.

Mögliche Lösungen

MiFID II / MiFID II Delegierte Verordnung

Die der Produkte, die den Anforderungen an die Produktüberwachung unterliegen, sollte eingeschränkt werden und bestimmte Arten von Finanzprodukten, wie beispielsweise standardisierte Aktien oder Anleihen, von diesen Verpflichtungen ausgenommen werden. Darüber hinaus sollte der Anwendungsbereich der Produktüberwachungsregelungen an die PRIIPs-Verordnung angepasst werden, da diese einen sehr eng mit den Anforderungen an die Produktüberwachung verbundenen Bereich regelt (siehe unten).

Die Anforderungen an die Produktüberwachung sollten nicht oder zumindest nicht vollständig für das beratungsfreie Geschäft gelten. Die Risiken, die zur Einführung dieser Anforderungen geführt haben, sind bei beratungsfreien Geschäften und Geschäften, die im Rahmen einer Anlageberatung abgeschlossen werden, grundlegend verschieden, hier sei insbesondere der missbräuchliche Verkauf von Produkten an den falschen Kundentyp genannt.

Die Anforderung an den Vertreter, neben der eignungsorientierten Kundensegmentierung auch den Zielmarkt zu definieren, sollte entfallen. Die Vertreter eines Finanzproduktes müssen die Kunden bereits nach Eignungs- und Angemessenheitsverpflichtungen



kategorisieren und dabei den Zielmarkt des Herstellers berücksichtigen. Die Bestimmung des Zielmarktes durch den Vertreiber bringt keinen praktischen Mehrwert.

Wir würden eine Klarstellung begrüßen, dass die Rückmeldepflicht des Vertreibers an den Hersteller nur dann gilt, wenn sich eine wesentliche Veränderung ergeben hat. Die Rückmeldung in anderen Fällen führt zu hohen Implementierungskosten ohne zusätzlichen praktischen Nutzen.

Die Verpflichtung der Hersteller, die von ihnen in der Vergangenheit für den Emittenten hergestellten Finanzinstrumente regelmäßig auch nach Beendigung der Zeichnung oder Platzierung dieser Finanzinstrumente (z.B. nach Abschluss der Zeichnungs- oder Angebotsfrist) zu überprüfen, sollte aufgehoben werden.

Ein portfolioorientiertes Zielmarktkonzept, das auf der Strategie für Portfolios und nicht auf einzelnen Instrumenten basiert, würde die Zielmarktbeurteilung für diese Art von Transaktionen verbessern.

9. Anreize / Research	Art. 24 MiFID II Arts. 11 – 13 MIFID II Delegierte Richtlinie
------------------------------	--

Die von den lokalen Aufsichtsbehörden unterschiedlich interpretierte Qualitätsverbesserung im Rahmen der Anreizregelungen führt zu einem zivilrechtlichen Haftungsrisiko durch ‚Fehlinterpretation‘ dessen, was die Qualitätssteigerung relevanter Dienstleistungen bedeutet.

Während das Rahmenwerk für Anreize, besonders die Offenlegungspflichten, im Beratungsgeschäft oder Portfoliomanagement zum Tragen kommt, scheint es bei beratungsfreien Geschäften oder bei technischen Dienstleistungen, die nur den Empfang und die Weiterleitung oder die reine Ausführung von Orders umfassen, keinen Nutzen zu bringen. Dies gilt insbesondere für Unternehmen, die für Emittenten und Altaktionäre Platzierungen von Finanzinstrumenten übernehmen und deren Hauptgeschäftsbestandteil damit die Erbringungen solcher Dienstleistungen für Anleger umfasst. Das Fehlen einer EU-weiten Leitlinie zu diesem Thema schafft Raum für regulatorische Arbitrage.

Ein einheitliches Verständnis der Anforderungen für Anreize im Zusammenhang mit Research scheint innerhalb von Europa vorhanden zu sein, während außerhalb von Europa das Niveau des Verständnisses stark abnimmt.

Unternehmen, die in den Anwendungsbereich der MiFID II Delegierten Richtlinie für Research fallen, müssen über geeignete Überwachungsprozesse für die Beschaffung und die Nutzung von Research verfügen. Die von einzelnen Unternehmen implementierten Überwachungsprozesse unterscheiden sich untereinander stark, in manchen Fällen gibt es sogar Unterschiede zwischen einzelnen Abteilungen innerhalb eines Unternehmens, besonders in Bezug auf Aktien und festverzinslichen Wertpapieren.

Die Marktpreise für Research entwickeln sich stetig weiter und die Branche muss sich noch auf ein Preisniveau für Research und andere Dienstleistungen, die Zugang zum Unternehmen verschaffen (sogenannte *corporate access services*), einigen. Wir beobachten einen signifikanten Unterschied in der Preisstellung für unterschiedliche Anlageklassen, wobei die Preise für Research von festverzinslichen Wertpapieren deutlich niedriger sind als die für



Aktien. Es gibt bereits auch schon Fälle, in denen Preise sich auf ein Niveau entwickelt haben, das die Frage aufwirft, ob regulatorischen Anforderungen noch eingehalten werden.

Die überwiegende Mehrheit Unternehmen auf der Käuferseite (*buy-side*) und der Verkäuferseite (*sell-side*) haben die MiFID II Anforderungen für die Trennung von Research von anderen Dienstleistungen ausreichend gut umgesetzt. Wir haben jedoch einige Fälle beobachtet, in denen buy-side-Unternehmen offenbar die Kosten für Research mit anderen Dienstleistungen verbinden und damit gegen die Anforderungen der MiFID II verstoßen.

Aus den Leitlinien der Financial Conduct Authority (FCA) aus 2018 geht hervor, dass die britische Regulierungsbehörde corporate access und Research getrennt behandelt sehen möchte. Es scheint keine ähnlichen Leitlinien von anderen europäischen Regulierungsbehörden zu geben, was dazu führt, dass für buy-side-Unternehmen der zu wählende Ansatz unklar ist, wenn sie in verschiedenen Ländern corporate access erhalten.

Mögliche Lösungen

MiFID II / ESMA-Antworten zu MiFID II und MiFIR Anlegerschutzthemen

Das Konzept für Anreize, der Erhalt, die Verbesserung der Servicequalität und die interne Dokumentation sollten auf europäischer Ebene klar umrissen werden.

Gebühren oder Provisionen für Zeichnungen und Platzierungen sollten nicht als Anreize behandelt werden, da sie von einem Dritten (in diesem Fall dem Emittenten) für eine andere Art der Dienstleistung bezahlt werden.

Weitere regulatorische Leitlinien auf europäischer Ebene zur Klärung der Erwartungen bezüglich Research-Dienstleistungen wären von Vorteil. Insbesondere die Klarstellung geeigneter Überwachungsprozesse, die Einführung von Richtlinien zu Marktpreisen von Research-Dienstleistungen und Regeln für *corporate access* würden es den buy-side- und sell-side-Unternehmen erleichtern, ihre entsprechenden Verpflichtungen zu erfüllen.

10. Kenntnisse und Kompetenzen	Art. 25 MiFID II ESMA Richtlinien zu Kenntnisse und Kompetenzen
---------------------------------------	--

Die Anforderungen an die Mitarbeiter, dass diese über die für ihre jeweiligen Rollen erforderlichen Kenntnisse und Kompetenzen verfügen müssen, haben zu einigen interpretativen Unsicherheiten für Wertpapierfirmen geführt. Die Anforderungen an die Kenntnisse und Kompetenzen in der MiFID schließen Mitarbeiter, die beispielsweise in der Abwicklung tätig sind, nicht explizit aus. In diesen Rollen interagieren die Mitarbeiter unter bestimmten Umständen mit den Kunden und sind daher nicht von den Bestimmungen zur "Bereitstellung von Informationen" ausgenommen. Diese Mitarbeiter sind jedoch nicht in einer Position tätig, in der sie den Anlegerschutz des Kunden beeinflussen können. Die Einbeziehung dieser Rollen in die Kenntnis- und Kompetenzbewertung schafft administrative Belastungen für Unternehmen, ohne einen klaren Nutzen für die Kunden.

Mögliche Lösungen

ESMA-Richtlinien zu Kenntnissen und Kompetenzen

Eine ausdrückliche Stellungnahme auf europäischer Ebene, die Rollen wie beispielsweise die in der Abwicklung, die nur begrenzten Kundenkontakt haben, weiter ausschließt, würde den Verwaltungsaufwand verringern und den Unternehmen Rechtssicherheit geben.



11. Mittelzuweisung bei Emissionsübernahme und Platzierung	Art. 23 MiFID II Art. 38 – 43 MiFID II Delegierte Verordnung
---	---

Die Anforderung im Rahmen einer Platzierung am Primärmarkt für jede Transaktion die getroffene Entscheidung bezüglich der Mittelzuweisung aufzuzeichnen, um jede Anlegerallokation für die Zeichnung und Platzierung zu rechtfertigen, wurde auf dem Markt unterschiedlich ausgelegt. Einige Unternehmen berichten über die Zuteilungen auf der Basis von Einzelposten, während andere dies in einer gemeinsamen Begründung über mehrere Zuteilungen hinweg tun. Die fehlende Auslegungshilfe in diesem Bereich hat zu unterschiedlichen Marktstandards geführt, die für die Kunden verwirrend sind.

Mögliche Lösungen

Wir sprechen uns für eine klare Auslegung auf europäischer Ebene aus, wie detailliert die Begründung der Zuteilungen durch die Marktteilnehmer zu erfolgen hat.

Abschnitt 3: Regulatorische Meldepflichten

12. Traded on a Trading Venue (ToTV) / Financial Instrument Reference Data System (FIRDS)	Art. 7 and 11 MiFIR, Art. 27 MiFIR ESMA Leitlinien zur Meldung von Geschäften
--	---

Die Definition dessen, was an einem Handelsplatz gehandelt wird (*traded on a trading venue*, TOTV), ist unklar. Marktteilnehmer investieren viel Zeit und Ressourcen, um festzustellen, welche Instrumente als TOTV qualifiziert werden, was Auswirkungen auf den Umfang der Handels- und Transaktionsberichterstattung (*trade and transaction reporting*) hat. Weitere Aspekte zur Transaktionsberichterstattung werden weiter unten beleuchtet.

Da sich die Definition von TOTV in MiFIR in anderen Finanzmarktverordnungen wiederfindet, insbesondere der EU-Benchmark-Verordnung, setzen sich die Unklarheiten bezüglich dieser Definition hier fort. Das hat insbesondere Auswirkungen auf Benchmarks aus Drittländern, die an FIRDS gemeldet wurden, aber nicht gehandelt werden. Durch die Einbeziehung dieser Benchmarks in FIRDS gehen Wertpapierfirmen davon aus, dass diese Benchmarks TOTV sind und sich deshalb Berichtspflichten für diese Instrumente anschließen.

Die aktuelle Methodik und Datenqualität der FIRDS der ESMA erfordern eine Überarbeitung. Eine Reihe von diesbezüglichen Problemen erschweren es Unternehmen, sich selbst zu überwachen und ein robustes Kontrollsystem zum TOTV-Anwendungsbereich unter MiFIR zu etablieren.

Diese negativen Auswirkungen auf Wertpapierfirmen und die anhaltenden Probleme mit der Datenqualität schränken auch den Nutzen der Daten für Aufsichtsbehörden ein.

Die Pflicht für systematische Internalisierer (SIs), am selben Tag Daten an FIRDS zu melden, führt dazu, dass ein Finanzinstrument oder eine Transaktion, die am nächsten Tag ausgeführt wird mitsamt dem jeweiligen SI über den *Market Identifier Code* (MIC) sowie das



Herkunftsland des SIs veröffentlicht wird. Die Meldung von Internationalen Wertpapierkennnummern (*International Securities Identification Numbers*, ISIN) an FIRDS mit dem beigefügten MIC des SI erweitert die Transparenz für TOTV- und Instruments dessen Basiswert (*underlying*) an einem Handelsplatz gehandelt wird (uToTV-Instrumente), wie beispielsweise bei komplexen Zins- und Kreditderivaten, erheblich. Es ermöglicht so anderen Marktteilnehmern, die Handelsaktivitäten eines SIs zu erkennen und zu beobachten, und erweitert somit theoretisch die Transparenzverpflichtungen nicht nur bei Transaktionen, sondern auch in den Vorhandelsbereich. Die mögliche Identifizierung eines SIs als Gegenpartei ermöglicht es diesen Marktteilnehmern, bestimmte Informationen zu extrapolieren und die Absicherung (*hedging*) eines SIs vorwegzunehmen, wodurch ein SI daran gehindert werden kann, unter normalen Marktbedingungen zu handeln.

Die BaFin hat bestätigt, dass SIs verpflichtet sind, zum Handel an einem Nicht-EU-Handelsplatz zugelassene Finanzinstrumente zu melden, die einen Basiswert haben, der zum Handel an einem EU-Handelsplatz zugelassen ist. Für solche Instrumente existieren möglicherweise bestimmte für FIRDS erforderliche Referenzdaten (z.B. ISIN- oder CFI-Code) nicht, so dass SIs das Instrument nicht an FIRDS übermitteln können.

Mögliche Lösungen

MiFIR

Der Umfang was als TOTV gilt und die damit verbundenen Transparenz- und Transaktionsberichtsspflichten sollten überprüft werden, um Qualitätsfragen der ESMA-FIRDS-Datenbank zu klären, Sicherheit auf dem Markt in Bezug auf die einbezogenen Instrumente zu schaffen und die Komplexität für Unternehmen zu verringern.

Die methodischen und qualitativen Schwachstellen in MiFIR sollten vorrangig adressiert werden und der Berichtsprozess sollte neu gestaltet werden, um einen Prozess zu entwickeln, der praktikabel und nachhaltig ist, eine robuste Kontrollumgebung ermöglicht und brauchbare Daten liefert.

Eine Lösung, um diese Probleme zu adressieren, wäre eine Vorvalidierung der Daten, die an FIRDS gemeldet werden, mit Daten in der ANNA-DSB-Datenbank, bevor diese Daten in FIRDS aufgenommen werden. Die ANNA-DSB-Datenbank schließt zwar nur Daten von Handelsplätzen mit ein, würde aber die Qualität und Vollständigkeit der Datenbank verbessern, um letztlich eine "goldene Quelle" (*golden source*) von Referenzdaten zu entwickeln.

ESMA-Leitlinien zur Meldung von Geschäften

Es sollte eine Möglichkeit geschaffen werden, den MIC und das Herkunftsland eines SIs zu verbergen, wenn Instrumente am selben Tag an FIRDS gemeldet werden, um gleiche Wettbewerbsbedingungen für SIs bei der Meldung an FIRDS zu schaffen.

BaFin-Interpretation

Wir würden über eine Klarstellung durch die BaFin (oder ESMA) freuen, woher die fehlenden Daten für Finanzinstrumente von Handelsplätzen außerhalb der EU bezogen werden sollen. Ein Handelsplatz außerhalb der EU ist nicht verpflichtet, diese Daten zur Verfügung zu stellen, und ANNA DSB erstellt ISINs nur für außerbörslich gehandelte Finanzinstrumente, nicht für Instrumente, die an einem Handelsplatz außerhalb der EU gehandelt werden. Deshalb ist eine Beschaffung dieser Daten nicht möglich.



13. Meldungen von Geschäften

Art. 26 MiFIR, RTS 22

Die Umsetzung der umfangreichen Anforderungen der Transaktionsberichterstattung unter Artikel 26 MiFIR war einer der größten und kostspieligsten Aspekte der MiFIR-Implementierung bei Wertpapierfirmen, die völlig neue Systeme mit einer Vielzahl von internen und externen Schnittstellen aufbauen mussten. Der ständige Austausch zwischen Unternehmen und der BaFin war unerlässlich, um ein breites Spektrum an Detailfragen zu klären. Damit erreichen die Berichte deutscher Wertpapierfirmen einen hohen Qualitätsstandard, sodass Voraussetzungen geschaffen wurden, um die Integrität des Finanzmarktes sicherzustellen.

Wir unterstützen gezielte Änderungen der Meldepflichten für Geschäfte, fordern die Behörden jedoch auf, die Umsetzungsbemühungen in Bezug auf die Meldung von Geschäften nicht durch umfassende Änderungen der Regelungen hinfällig zu machen.

Wir würden weitere Klarheit über die folgenden Punkte und gezielte Änderungen der derzeitigen Auslegung in den folgenden Bereichen begrüßen:

Kapitalmaßnahmen

Nur eine kleine Teilmenge von Kapitalmaßnahmen nach der Definition, die im Rahmen der Zusammenarbeit verschiedener europäischer Verbände festgelegt wurde, meldepflichtig. Daher haben die nationalen Aufsichtsbehörden kein vollständiges Bild in Bezug auf Kapitalmaßnahmen, und es ist fraglich, warum diese kleine Teilmenge überhaupt gemeldet werden müsste. Aus heutiger Sicht sind sechs Arten von Kapitalmaßnahmen im Rahmen der Transaktionsmeldepflichten vorgesehen.

Die Erkenntnisse aus den bereitgestellten Transaktionsberichten können somit fragwürdig sein, da die Umsetzung inkonsistent ist, unklare Leitlinien vorherrschen und Verwirrung über die Identifizierung von Gegenparteien einer Kapitalmaßnahme besteht. Es könnte sogar dazu führen, dass es unmöglich ist, die erhaltenen Berichte abzugleichen, und zu unnötigen und ungerechtfertigten Ermittlungen gegen Unternehmen führen, die Kapitalmaßnahmen melden.

RTS 22

In Bezug auf die angesprochenen Probleme, nicht vorhandene Marktstandards und Infrastruktur empfehlen wir, Kapitalmaßnahmen von der Meldepflicht für Geschäfte auszunehmen.

„Complex und Package Trades“

Die technischen Standards zur Nachhandelsberichterstattung für Nichteigenkapitalinstrumente (RTS 2) und zur Meldung von Geschäften (RTS 22) enthalten unterschiedliche Definitionen für sogenannte Package und Complex Trades. Während beide Definitionen eine ähnliche Kategorie von Handelsgeschäften betreffen, variieren die Definitionen, was die Komplexität erhöht und unnötige Verwirrung stiftet.

RTS 2 / RTS 22

Eine einheitliche Definition für Package und Complex Trades in RTS 2 und 22 würde dem Markt diesbezüglich Klarheit verschaffen.



Transfers

Die Regelungen zur Meldung von Geschäften umfassen auch die Übertragung von Wertpapieren, einschließlich Änderungen in Bezug auf das wirtschaftliche Eigentum von Wertpapieren. Die Meldepflicht entsteht auf der Handelsebene und nicht bei den Depotbanken. Die Information, ob eine Übertragung eine Änderung des wirtschaftlichen Eigentums beinhaltet oder nicht, ist im bestehenden Datenaustausch zwischen zwei an der Übertragung von Wertpapieren beteiligten Instituten nicht verfügbar und es ist nicht absehbar, wann die Marktsysteme mit diesen Daten zur Verfügung stehen werden.

RTS 22

In Bezug auf die Probleme bei der Meldung von Transaktionen, nicht vorhandenen Marktstandards und Infrastruktur empfehlen wir, Übertragungen von Wertpapieren von der Meldepflicht für Geschäfte auszunehmen.

Short Sell Indicator

Die Regelungen zur Anzeige von Leerverkäufen sind nicht auf die der Leerverkaufsverordnung (*Short Selling Regulation, SSR*) angepasst. Marktteilnehmer, die Funktionen innerhalb einer einzelnen juristischen Person aufteilen oder mehrere Niederlassungen betreiben, stehen bei der Ermittlung des Wertes für den definierten Leerverkaufsindikator vor großen Herausforderungen. Nationale Aufsichtsbehörden finden diesen Datenpunkt zudem nicht interessant.

Unterschiedliche Anforderungen an Leerverkäufe und denen von TOTV FIRDS nach MiFIR stiften zusätzliche Verwirrung bei Kunden und Marktteilnehmern. Im Rahmen der SSR wurde eine Ausnahmeliste für Emittenten aus Drittländern, die an einem EU-Standort notiert sind, festgelegt, die alle zwei Jahre erstellt wird. Da die FIRDS-Liste jedoch täglich aktualisiert wird und ebenfalls alle an einem EU-Standort notierten Emittenten aus Drittländern auflistet, könnten Marktteilnehmer versehentlich davon ausgehen, dass diese Wertpapiere in den Anwendungsbereich der SSR fallen, während die entsprechende Ausnahmeliste im Rahmen der SSR nicht aktualisiert wurde.

RTS 22

Eine Streichung des Leerverkaufsindikators unter MiFIR sowie eine Angleichung der Ausnahmeliste nach der SSR an die FIRDS-Datenbank würde Verwirrung auf dem Markt vermeiden.

EMIR

Die Meldepflichten für Geschäfte nach der Regulierung zum außerbörslichen Derivatehandel (*European Markets Infrastructure Regulation, EMIR*) und MiFIR bedeuten, dass dieselben Derivatgeschäfte, jeweils mit unterschiedlichen Methoden, zweimal gemeldet werden. Doppelte Berichterstattung in verschiedenen Formaten mit unterschiedlichen Feldern und Werten erhöht das Risiko von Bedienungsfehlern. Dies wiederum erhöht die Kosten für die Überwachung und Kontrolle des Transaktionsberichtswesens für Unternehmen und erhöht das Risiko, dass Aufsichtsbehörden falsche Daten erhalten.

Darüber hinaus variieren bestimmte Definitionen unter EMIR und MiFIR, obwohl sie offensichtlich die gleichen Anforderungen regeln. Beispiele für Unterschiede sind: (i) Devisenoptionspreis und Prämie unter EMIR versus Ausübungspreis unter MiFIR und (ii) Aktien-Swaps und Basispreis unter EMIR versus Spread unter MiFIR.



EMIR / RTS 22

Dieselben Daten, wie sie von der MiFIR verlangt werden, könnten aus Transaktionsberichten unter EMIR entnommen werden, um die Berichtskosten für die Branche zu minimieren und den Wert der Daten für die Aufsichtsbehörden zu maximieren.

Es wäre von Vorteil, wenn es zwischen EMIR und MIFIR einheitliche Definitionen für dieselben Punkte gäbe.

Validierungsregelungen

Um die korrekte Umsetzung der Transaktionsberichterstattung bei Instituten zu erleichtern, sollten die Aufsichtsbehörden ihre Validierungsregeln ab Inkrafttreten der jeweiligen Regelungen umsetzen und rückwirkende Korrekturen nur bezüglich der Meldepflichten erwarten, die zum Zeitpunkt der ursprünglichen Meldung des Geschäfts bereits bestehen. Ein Beispiel für eine verspätete Umsetzung ist die von der BaFin noch nicht implementierte Validierung von Finanzinstrumenten.

Die Validierungsregeln sind bei den nationalen Aufsichtsbehörden unterschiedlich umgesetzt worden, was zu unerwarteten Ablehnungen von Berichten durch Aufsichtsbehörden geführt hat, die die ursprüngliche Validierung durch einen zugelassenen Berichtsmechanismus (*approved reporting mechanism, ARM*) bestanden haben. Als Konsequenz bestehen die gleichen Arten von Transaktionen die Validierung bei der einen Aufsichtsbehörde und bei einer anderen nicht. Es sollte eine einheitliche Implementierung derselben Anforderungen über alle nationalen Aufsichtsbehörden hinweg geben. Die technischen Einschränkungen einer Behörde sollten sich nicht negativ auf die Marktteilnehmer auswirken. Ein weiterer Bereich, der zu Inkonsistenzen geführt hat, ist die mangelnde Verfügbarkeit von Abstimmungsberichten (*reconciliation reports*) bei einigen Aufsichtsbehörden, zumal die Abstimmung eine MIFIR-Anforderung ist.

Die Instrumentenvalidierung durch ARMs oder Aufsichtsbehörden wird als Überprüfung der ISIN- und Handelsplatz-Kombination gegen FIRDs spezifiziert. Eine an einem Handelsplatz gehandelte Transaktion wird abgelehnt, wenn sich ein Instrument auf FIRDS befindet, aber nicht von einem Handelsplatz direkt gemeldet wurde. Die Frage, ob ein Instrument unter den Anwendungsbereich von MiFIR fällt, ist jedoch nicht vom Handelsplatz eines Instruments abhängig, solange es innerhalb der EU gehandelt wird.

Das Fehlen von Daten, die von einem Handelsplatz an FIRDS gemeldet werden, kann mehrere Gründe haben. Anstelle einer direkten Ablehnung in diesen Fällen sollten die Aufsichtsbehörden solche Fälle daher direkt mit dem Handelsplatz klären oder die Abkühlungsfrist (die derzeit nicht weit verbreitet ist) anwenden, falls die fehlenden Daten auf eine zeitliche Verzögerung bei der Berichterstattung des Handelsplatzes zurückzuführen sind.

ESMA-Validierungsregelungen für Meldungen / Implementierung durch Aufsichtsbehörden (BaFin)

Wir würden es begrüßen, wenn Aufsichtsbehörden frühzeitig darüber informieren, wann welche Regelungen umgesetzt werden. Dies würde zur Qualität der Meldungen beitragen, wenn die Anforderungen umgesetzt sind.

Um die korrekte Implementierung der Transaktionsberichterstattung von Wertpapierfirmen zu erleichtern, sollten von Anfang Testumgebungen von Aufsichtsbehörden zur Verfügung gestellt werden und auch nach der Implementierung zur Verfügung stehen, um ein



vollständiges Testen und Identifizieren von Problemen zu ermöglichen, bevor die Aufsichtsbehörden Änderungen an ihren Validierungsberichten vornehmen.

Darüber hinaus sollten alle Aufsichtsbehörden die siebentägige Abkühlungsfrist für die Validierung der ihnen gemeldeten Instrumente einhalten, anstatt sie direkt abzulehnen. Wenn ein Handelsplatz keine (korrekten) FIRDS-Daten übermittelt hat, sollte ESMA oder die zuständige Aufsichtsbehörde diese Probleme mit dem Handelsplatz selbst aufnehmen oder die Abkühlungsfrist für die Validierung anwenden, damit die relevanten Daten gemeldet werden können. Derzeit wird diese Abkühlungsphase von Aufsichtsbehörden nicht häufig genutzt, was zu Inkonsistenzen in Bezug auf die Datenqualität führt.

Abschnitt 4: PRIIPs-Verordnung

14. PRIIPs-Verordnung	Arts. 4(1), 7(1), 8 (3) PRIIPs Verordnung Annexe IV, V, VI PRIIPs Delegierte Verordnung
------------------------------	--

Zusätzlich zu einer Überprüfung der Herausforderungen im Zusammenhang mit MiFID II, empfehlen wir eine eingehende Überprüfung PRIIPs-Verordnung.

Die Kostenangaben gemäß der PRIIPs-Verordnung, der MiFID II- und der OGAW-Richtlinie sind sehr unterschiedlich, was zu einem fragmentierten Ansatz, Unsicherheit und mangelnder Vergleichbarkeit für die Kunden führt. So variiert beispielsweise die Dauer der Kostenangaben in PRIIPs und MiFID II. Die Kosten im PRIIPs Basisinformationsblatt (*Key Information Document*, KID) werden in der Regel für die Dauer eines Jahres berechnet, während die Kosten im Rahmen von MiFID II für die gesamte Dauer eines Produkts, z.B. 1,5 Jahre, ausgewiesen werden müssen.

Die Performanceszenarien in der PRIIPs-Verordnung, wie von den Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) in ihrer jüngsten Erklärung eingeräumt wurde, spiegeln nicht unbedingt die erwartete Performance wider.

Die in den KIDs vorgeschriebenen Formulierungen sind in vielen Fällen nicht leicht verständlich und sollten vereinfacht und verbessert werden, um sicherzustellen, dass Investoren bestimmte Konzepte verstehen, z.B. die zugrunde liegenden Methoden eines PRIIP.

Die Sprachregelung in PRIIPs verlangt, dass das KID in der Amtssprache des Landes verfasst sein muss, in dem das KID vertrieben wird, erwähnt aber nicht die Sprache der betroffenen Anleger, wenn sich diese von der Landesamtssprache unterscheidet.

Im Gegensatz zu den meisten EU-Finanzdienstleistungs-Verordnungen oder -Richtlinien gibt es in der PRIIPs-Verordnung keine klaren Vorschriften, die eine bestimmte zuständige Behörde innerhalb der EU für einen Emittenten oder ein bestimmtes Produkt vorsehen. Dies kann zu unterschiedlichen Anforderungen für dasselbe KID führen, da verschiedene nationale Aufsichtsbehörden unterschiedliche Orientierungshilfen veröffentlicht haben.



Mögliche Lösungen

PRIIPs-Verordnung / PRIIPs Delegierte Verordnung

Wir befürworten eine weitere Angleichung der Kostenausweise im Rahmen der PRIIPs-Verordnung, insbesondere an diejenigen in der MiFID II.

Ebenso sollten die Anforderungen an die Performanceszenarien korrigiert werden, um aussagekräftige und realistische Szenarien für alle Situationen zu gewährleisten.

Um es den Anlegern zu ermöglichen, die Informationen besser zu verstehen und damit die Anlegerschutzziele zu erreichen, sollten die vorgeschriebenen Formulierungen im KID überprüft werden.

Die Anforderung in Artikel 7 der PRIIPs-Verordnung sollte es ermöglichen, dass die Sprache, in der das KID erstellt wird, nicht der Sprache des Landes, in dem das Produkt vertrieben werden soll, sondern der Sprache des Kunden entspricht. Dies würde bedeuten, dass der Vertreiber mit seinem Kunden eine Sprache, z.B. Deutsch, vereinbart kann und in der Lage ist, dem Kunden ein deutschsprachiges KID zur Verfügung zu stellen, auch wenn der Kunde z.B. in Spanien ansässig ist.

Der sachliche Anwendungsbereich mit Blick auf die Instrumente, die der PRIIPs-Verordnung unterliegen, sollte klargestellt werden, insbesondere in Bezug auf Anleihen, die nicht der KID-Anforderung unterliegen sollten.

Ein klares Herkunftslandprinzip würde sicherstellen, dass nur eine einzelne nationale Aufsichtsbehörde für die Überwachung der Einhaltung der PRIIPs-Anforderungen durch einen Emittenten oder für ein bestimmtes Produkt verantwortlich ist.