

Gemeinsame Stellungnahme

Börse Berlin
Börse Düsseldorf
Frankfurter Wertpapierbörse
Börse Hamburg
Börse Hannover
Börse München
Baden-Württembergische Wertpapierbörse
Tradegate Exchange

Bundesministerium der Finanzen

Referat VII B 5

Wilhelmstraße 97

10117 Berlin

Per E-Mail an VIIB5@bmf.bund.de und

15. März 2019

Gemeinsame Stellungnahme der deutschen Börsen zur Konsultation des Bundesministeriums der Finanzen zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR) [GZ: VII B 5 - WK 6210/07/0001-13]

sehr geehrte Damen und Herren,

die deutschen Börsen begrüßen die vorgesehene Überprüfung der MiFID II/MiFIR-Vorschriften.¹ 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 bedanken sich die unterzeichnenden Börsen 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 gemeinsamen Erfahrungen mit dem neuen Regime und machen Vorschläge für Verbesserungen.

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

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

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. Der Marktanteil weniger transparenter bilateraler Plattformen, d.h. von systematischen Internalisierern (SI), hat sich unter MiFID II deutlich erhöht, während der Anteil auf transparenten Handelsplätzen nur geringfügig gestiegen ist. Ein wesentlicher Faktor sind Regulierungslücken, wie z.B. fehlende Tick Size Regelungen für bilaterale Plattformen im Handel mit Aktien und aktienähnlichen Finanzinstrumenten. Die unterzeichnenden Börsen begrüßen 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.

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 zeitliche 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 Börsen sind hierzu im konstruktiven Dialog mit den BABs 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.

Die unterzeichnenden Börsen setzen sich 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 und Investoren. Handelsdaten (Vor- und Nachhandelstransparenzdaten) sind das Ergebnis des börslichen Preisbildungsprozesses. Ökonomisch betrachtet sind Preisbildung und Orderausführung zwei Seiten derselben Medaille.² Börsen generieren Erträge aus beiden Quellen – Marktdaten und Orderausführungsentgelten – und verdienen so ihre „Joint Costs“.

Die unterzeichnenden Handelsplätze kommen ihren Verpflichtungen (Art. 12 und 13 MiFIR), Handelsdaten gesondert und zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen zu veröffentlichen, vollumfänglich nach. Der Vertrieb von Handelsdaten durch Handelsplätze ist nur ein kleiner Teil der gesamten 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, Indexanbieter, Datenvendoren sowie viele andere Dritte profitieren von diesen werthaltigen Daten und haben eigene einträgliche Geschäftsmodelle darauf aufgebaut.

Die Einnahmen der deutschen Handelsplätze aus Handelsdaten bezogen auf die Gesamteinnahmen sind im Zeitverlauf relativ stabil und es gibt keine Tendenz zu einer Substitution von Erlösen aus Orderausführungsentgelten zugunsten von Marktdatenerlösen. Die durchschnittlichen Preissteigerungen für Handelsdaten bei den unterzeichnenden Börsen waren in den vergangenen Jahren gering. Teilweise ist es auch zu Preissenkungen in einzelnen Bereichen gekommen. Eine Verschärfung der Preisregulierung von Marktdatenpreisen lehnen die unterzeichnenden Börsen ab. Es sind aus unserer Sicht keinerlei Gründe für solche Maßnahmen gegeben. Wir möchten die Möglichkeit nutzen, um auf eine Studie von Oxera hinzuweisen, welche sich umfänglich mit diesem Thema auseinandersetzt.³

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.

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.⁴ 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 und die neue Prospektverordnung, führen indirekt dazu, dass Privatanleger und Vermögensverwalter von Produktgruppen ausge-

² In der ökonomischen Theorie gesprochen ein sogenanntes „Joint Product“.

³ 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.

⁴ Abrufbar unter [Link](#).

geschlossen werden. Mit Blick auf das Erfordernis der Zielmarktbestimmung durch Emittenten und Vertreiber von Finanzprodukten führt ein fehlender bzw. eingeschränkter Zielmarkt dazu, dass auch einfach verständliche Produkte wie Anleihen für Privatanleger nicht mehr handelbar sind. 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. Alternativen für Privatanleger, z.B. Fonds, sind teilweise mit erheblichen Zusatzkosten verbunden.

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 empfehlen die unterzeichnenden Börsen 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.⁵

Weitere Erfahrungen und erläuternde Details finden sich in den Stellungnahmen der einzelnen Börsen. Für Fragen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Börse Berlin

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Börse Berlin

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Börse Düsseldorf

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Frankfurter Wertpapierbörse

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Börse Hamburg

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Börse Hannover

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Börse München

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Baden-Württembergische
Wertpapierbörse

■■■■■■■■■■
Geschäftsführer
Tradegate Exchange

Dieses Dokument wurde elektronisch versandt und ist ohne Unterschrift gültig.

⁵ 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](#)).