

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

Die überarbeitete EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR) sind für die Fondsbranche von zentraler Bedeutung, da sie viele Geschäftsbereiche von Fondsgesellschaften intensiv betreffen. Als Vertreter der deutschen Fondsbranche begrüßt der BVI¹ daher die Konsultation des Bundesfinanzministeriums (BMF) zu möglichem Änderungsbedarf bei diesen Rechtsakten sehr. Ein Jahr nach Beginn der Anwendbarkeit zeigt sich, dass bei vielen Regeln zum Anlegerschutz und zur Erhöhung der Markttransparenz, aber auch im Bereich der Marktregulierung die detailreichen und damit sehr bürokratischen Vorgaben in keinem Verhältnis zu dem erstrebten konkreten Zweck der Vorschriften stehen.

Die detaillierten Regelungen haben bei unseren Mitgliedern hohe Implementierungskosten² verursacht und bedingen in der laufenden Einhaltung aufgrund der Komplexität ebenfalls einen erheblichen Aufwand. Das hat dazu geführt, dass unsere Mitglieder Budgets für nicht-regulatorische Projekte kürzen mussten und diese teilweise nicht wie geplant umsetzen konnten. Das schwächt die europäische Finanzbranche im globalen Wettbewerb. Für Deutschland kommt hinzu, dass die BaFin zwar offen im Austausch mit der Branche praktikable Lösungen sucht, im europäischen Vergleich aber insgesamt die Umsetzung der Vorschriften wörtlicher nimmt als andere Aufsichtsbehörden. Unterschiedliche Auslegungen innerhalb der EU führen zu einem heterogenen Rechtsrahmen und im Ergebnis zu neuen Wettbewerbsverzerrungen, die durch europäische Regeln eigentlich vermieden werden sollen. Massive Probleme entstehen zudem dadurch, dass Anleger immer mehr und aufgrund der regulatorischen Vorgaben auch uneinheitliche Informationen erhalten, so dass wegen der Vielfalt und Menge die einzelne Information ihre gewünschte Signalwirkung bei dem Kunden verliert und nicht mehr hinreichend wahrgenommen wird.

Bei folgenden Themen zeigen sich die Regeln in der Praxis als besonders schwerfällig, vertriebshindernd und nicht sachgerecht:

Anlegerschutz:

1. Viele auf Privatanleger zugeschnittene Regeln sind auf professionelle Anleger teilweise oder vollständig anwendbar; es fehlt eine Differenzierung zwischen den teilweise sehr unterschiedlichen Typen von Privatanlegern (insbesondere im Hinblick auf semi-professionelle Anleger).
2. Das nach Auslegung der BaFin aus den Zuwendungsregeln hervorgehende Gewinnverbot benachteiligt den Wertpapiervertrieb gegenüber allen anderen Anlagen (zum Beispiel Versicherungen, Festgeld oder Bausparverträge) mit entsprechender Lenkungswirkung.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 106 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 22 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU und der am zweitschnellsten wachsende Markt.

² Bspw. gibt eines unserer größeren Mitglieder Gesamtumsetzungskosten für Personal- und Sachaufwand in Höhe von ca. 10 Mio. Euro an und schätzt, dass in den ersten fünf Jahren nach Anwendbarkeit der MiFID II Folgekosten in Höhe von über 25 Mio. Euro (Sachaufwand) entstehen werden.



3. Die mangelnde Übereinstimmung zwischen MiFID II und PRIIPs wird zu einem hohen Erläuterungsbedarf gegenüber den Anlegern führen. Sie erzeugt zudem erheblichen Zusatzaufwand und wird – soweit keine Anpassungen erfolgen – Haftungsrisiken verursachen.
4. Das Erbringen von Dienstleistungen über das Telefon wird erheblich erschwert durch Aufzeichnungspflichten und ex-ante-Kostenausweis.
5. Die Regelungen für die Finanzportfolioverwaltung passen regelmäßig nicht auf die ausgelagerte Fondsverwaltung.
6. Die pauschale Einstufung aller Fonds außer OGAWs als komplexe Produkte führt zu unangemessenen Ergebnissen.
7. Verschiedene Berichtspflichten fördern kurzfristiges Handeln der Anleger.

Marktinfrastuktur:

1. In MiFID II / MiFIR fehlen Regelungen, dass Finanzmarktdaten zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen verfügbar sind und genutzt werden können.
2. Die Zuwendungsregeln für die getrennte Bezahlung von Wertpapiertransaktionen und dem von Banken und Wertpapierfirmen zur Verfügung gestellten Wertpapierresearch sollten im Hinblick auf ihre Komplexität und ihre Auswirkungen auf die Verfügbarkeit von Research überprüft werden.
3. Der Erhalt der Vielfalt von Handelsplätzen und Ausführungsvarianten ist notwendig, um die Handelskosten zum Nutzen der Anleger zu minimieren und die bestmögliche Ausführung (Best Execution) zu gewährleisten. Regelungen zu periodischen Auktionen und Äquivalenz von Handelsplätzen gefährden dies.
4. Anforderungen im Melde- und Berichtswesen wie die Meldung von Kapitalmaßnahmen oder die Berichtspflichten für die TOP-5-Broker führen in der Praxis zu erheblichen Schwierigkeiten, ohne zugleich für einen Mehrwert an Transparenz zu sorgen.
5. Die Rechtssicherheit für die Nutzung der Blockchain / DLT sollte durch Anerkennung von Investment-Token als oder Gleichstellung mit Wertpapieren in der MiFID erhöht werden.

Die Umsetzung war dadurch erschwert, dass die delegierten Rechtsakte sehr spät veröffentlicht wurden. Oftmals mussten die betroffenen Häuser im Rahmen ihrer Umsetzungsprojekte wichtige Weichen bereits früh stellen und mit Annahmen arbeiten, wobei die Gefahr bestand, dass diese nicht mit den endgültigen Regeln in den jeweiligen Rechtsakten im Einklang standen. Das hat auch dazu geführt, dass einzelne gesetzliche Vorgaben erst durch weitere, nachfolgende Anpassungen mit weiterem Kostenaufwand umgesetzt werden konnten. Solche Anpassungen können fortlaufend weiter notwendig werden, wenn die Aufsichtsbehörden über die ESMA Auslegungsentscheidungen treffen, die nicht der Marktpraxis entsprechen. Allein die Fragen und Antworten der ESMA zum Anlegerschutz in der MiFID umfassen schon über 100 Seiten, und es ist nicht ersichtlich, dass die ESMA von der Veröffentlichung weiterer Fragen und Antworten absieht. Dies birgt für die Branche das permanente Risiko, bestehende Prozesse anpassen zu müssen. Dies sollte bei vergleichbaren Projekten künftig vermieden werden.

Anlegerschutzthemen

1. Regeln werden institutionellen Kunden nicht gerecht

Mit der MiFID II hat der Gesetzgeber viele Regeln, die auf Privatanleger zugeschnitten sind, auf professionelle Anleger ausgeweitet. Anlass waren nach der Begründung zum Gesetzesentwurf der EU-Kommission insbesondere Geschäfte von kommunalen Behörden und Gebietskörperschaften mit komplexeren Produkten sowie die Idee, dass auch professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien bessere

Informationen und Dokumentationen für die geleisteten Dienstleistungen erhalten sollen.³ Neben der Einstufung kommunaler Behörden und Gebietskörperschaften als maximal gekorene professionelle Kunden (vgl. Anhang II. 1 der MiFID II) wurde insgesamt für viele Bereiche (wie Berichtspflichten und organisatorische Vorgaben) das Schutzniveau für professionelle Kunden mit dem durch MiFID II verstärkten Schutzniveau für Privatkunden gleichgesetzt. Diese allgemeine Änderung des Schutzniveaus wird aber der Praxis und dem Wunsch der Anleger nicht gerecht. Sie führt im Ergebnis dazu, dass bestimmte Kundengruppen bzw. bestimmte Geschäftsbereiche trotz völlig unterschiedlicher Geschäftstätigkeit gleich behandelt werden. Die Erfahrungen zeigen, dass es notwendig ist, den unterschiedlichen Arten von institutionellen Anlegern Rechnung zu tragen. Wir haben eine Liste mit den wichtigsten Problemen und Lösungsvorschlägen in **Anlage 1** beigefügt. Bezogen auf die einzelnen Anlegergruppen bedeutet dies:

- Geborene professionelle Kunden im Sinne der MiFID stehen Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDUs) oder Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGs), die MiFID-Nebendienstleistungen erbringen,⁴ als gleichwertige Partner gegenüber. Diese Anleger sind nicht darauf angewiesen, dass das Gesetz detaillierte Transparenzvorgaben oder Wohlverhaltensregeln vorsieht. Sie fordern vielmehr selbst von den WpDUs bzw. der KVG die Informationen ein, die sie zur Erfüllung ihrer eigenen Pflichten benötigen oder zur Bewertung ihrer Anlagen für notwendig erachten. Diese Informationen sind regelmäßig so speziell auf die individuellen Bedürfnisse der Anleger zugeschnitten, dass sie wertvollere Informationen bieten, als dies durch gesetzliche Regelungen vorgegeben werden kann. Als Folge empfinden diese Anleger, ebenso wie die KVGs, die standardisierten Informationen nach MiFID II als überflüssigen und vermeidbaren administrativen Mehraufwand.
- Professionelle Kunden sehen bestimmte Wohlverhaltensregeln, die für unerfahrene Privatkunden sinnvoll sein können, als hinderlich an. Hierzu zählt beispielsweise im Rahmen der Kundeninformationen die Beschränkung bei der Simulation früherer Wertentwicklungen.⁵ Diese Beschränkung soll verhindern, dass Kunden mit einer Strategie gelockt werden, die das WpDU aufgrund der vergangenen Wertentwicklung der Finanzinstrumente zusammengestellt hat. Dies mag für Privatanleger vernünftig sein, jedoch nicht für professionelle Anleger, die selbst eine klare Vorstellung von Anlagestrategien haben und vom WpDU oder der KVG konkreten Berechnungen verlangen, um diese diskutieren und bewerten zu können.
- Zwar bietet die MiFID II mit den geeigneten Gegenparteien die Möglichkeit einer weiteren Abstufung – allerdings nur als Option für die Mitgliedstaaten und auch nur für bestimmte Dienstleistungen. In der Finanzportfolioverwaltung und Anlageberatung sieht MiFID II keine Erleichterungen für die Pflichten gegenüber geeigneten Gegenparteien vor. In der Praxis werden aber viele der ausführlichen Anforderungen für die Beziehungen zwischen professionellen Marktteilnehmern bei deren vielfachen täglichen Geschäften als extrem störend empfunden.
- Auch sonstige institutionelle Anleger decken ein sehr breites Spektrum von Kunden ab. Bei Pensionsfonds, Versorgungswerken, Stiftungen und Family Offices wäre unter bestimmten Voraussetzungen eine Behandlung als professionelle Kunden im Sinne der MiFID II sinnvoll, sie erfüllen aber nicht immer die Voraussetzungen für die Hochstufung zum gekorenen professionellen Anleger. Auch bei diesen bestehen teilweise die zuvor beschriebenen Probleme in der Praxis. Die MiFID-

³ Vgl. Begründung des Gesetzgebungsvorschlags der EU-Kommission zur MiFID II Ziffer 3.4.8, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011PC0656&from=EN>

⁴ KVGs, die die Finanzportfolioverwaltung anbieten, unterliegen hierfür ebenfalls den Vorschriften der MiFID II, vgl. § 5 Abs. 2 KAGB in Verbindung mit § 63 Abs. 12 WpHG, Art. 44 MiFID Durchführungsverordnung Nr. 565/2017 (MiFID DVO)

⁵ Art. 44 MiFID DVO

Einteilung von Kunden in Kleinanleger, professionelle Anleger und ggf. geeignete Gegenparteien bietet kein angemessenes, zufriedenstellendes Maß an Flexibilität. Vielmehr zeigen schon die europäische Regulierung in der EuSEF⁶- und der EuVECA⁷-Verordnung sowie das KAGB⁸, dass es ein Bedürfnis nach einer weiteren Differenzierung von Anlegertypen gibt.

Änderungsvorschlag: Für geborene professionelle Anleger sollten bestimmte Regeln gar keine oder nur auf Wunsch (opt-in) Anwendung finden. Die Voraussetzung für gekorene professionelle Anleger sollte eindeutiger gefasst werden und auch semi-professionelle Anleger vergleichbar dem KAGB erfassen. Für die Schärfung dieser Anlegerkategorie sollten auch Kategorisierungen aus außereuropäischen Rechtsordnungen und deren Praxistauglichkeit evaluiert werden. Diese Anleger sollten die Möglichkeit haben, auf die Anwendung bestimmter Regeln zu verzichten (opt-out).

2. Gewinnverbot und Aufzeichnungspflicht bei Zuwendungen

Nach Auslegung der BaFin müssen WpDUs Zuwendungen vollumfänglich zur Qualitätsverbesserung verwenden. Damit ist es dem WpDU verboten, aus dem Vertrieb von Wertpapieren einen Gewinn zu erzielen. Weder ergibt sich diese Interpretation zwingend aus dem Gesetz, demzufolge die Zuwendung zulässig ist, „wenn sie sie nicht unmittelbar dem annehmenden oder gewährenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen, dessen Gesellschaftern oder Beschäftigten zugutekommt, ohne zugleich einen konkreten Vorteil für den jeweiligen Kunden darzustellen“,⁹ noch wird sie nach unserem Kenntnisstand von anderen nationalen Aufsichtsbehörden in Europa geteilt. Letzteres ist auch nachvollziehbar, denn das EU-Recht verlangt lediglich, dass die Zuwendung für eine Qualitätsverbesserung „bestimmt“ ist.¹⁰

Hieraus lässt sich keinesfalls ein umfassendes Verwendungsgebot herleiten. Die Folge dieses Verständnisses ist jedoch, dass der Wertpapiervertrieb gegenüber allen anderen Anlagen (zum Beispiel Versicherungen, Festgeld oder Bausparverträge) signifikant benachteiligt ist. Dadurch werden für die Vertriebsstellen Anreize geschaffen, Kunden in Produkte zu beraten, bei denen ein Gewinn erzielt werden darf oder die Annahme von Zuwendungen organisatorisch einen deutlich geringeren Aufwand verursacht. Dabei ist zweifelhaft, ob diese Produkte für die Kunden generell vorzugswürdig sind. Innerhalb des Wertpapiervertriebs erstirbt der Wettbewerb, da die Firmen von Qualitätsverbesserungen und Kosteneinsparungen noch nicht einmal im Ansatz selbst profitieren dürfen. Teilweise ziehen sich Banken bereits aus dem Wertpapiergeschäft insgesamt zurück,¹¹ wodurch sich das Angebot für die Anleger weiter verringert. Angesichts der niedrigen Zinsen stellt sich die Frage, ob eine solche Lenkungswirkung durch rechtliche Vorgaben vertretbar und gewollt sein kann.

Durch die Pflicht zur umfassenden Offenlegung von Zuwendungen kann der Kunde auf einen Blick erkennen, inwieweit das WpDU ein eigenes Interesse an dem Vertrieb der Wertpapiere hat. Auch die zusätzlichen Wohlverhaltensregeln wie die Geeignetheitsprüfung erschweren es dem WpDU, das wirtschaftliche Eigeninteresse über das Interesse des Kunden zu stellen.

⁶ Art. 6 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 346/2013

⁷ Art. 6 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 345/2013

⁸ § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB

⁹ § 6 Abs. 2 Nr. 2 WpDVerOV

¹⁰ Englisch: „is designed to enhance the quality of the relevant service“, Art. 24 (9)(a) MiFID II

¹¹ Vgl. zum Beispiel: <https://www.fondsprofessionell.de/news/recht/headline/mifid-ii-wie-eine-mini-bank-mit-den-neuen-regelungen-umgeht-142560/newsseite/6/uebersichtseite/19/newsbild/1/>



Natürlich sollte sich die Qualität der Dienstleistung gegenüber dem Kunden durch die Annahme von Zuwendungen nicht verschlechtern. Insofern halten wir die gesetzlichen Vorgaben für den Vertrieb von Versicherungsprodukten in der Versicherungsvertriebsrichtlinie (IDD)¹² für angemessen.

Änderungsvorschlag: Die Verwaltungspraxis der BaFin, wonach Gewinne aus Provisionen generell unzulässig sind, ist umgehend zu korrigieren. Da die Vorgaben für Versicherungsvermittler angemessen sind und auch um einer nachteilhaften Lenkungswirkung im Wettbewerb zwischen Versicherungsanlageprodukten und Wertpapieren entgegenzuwirken, halten wir zudem eine Angleichung der Vorgaben für die Annahme von Zuwendungen bei allen verpackten Anlageprodukten im Sinne von PRIIPs an die Regelungen der IDD für notwendig.

3. Wertungswidersprüche zwischen MiFID II und PRIIPs führen zu Widersprüchen im Kostenausweis

Sowohl MiFID II als auch die PRIIPs-Verordnung streben an, sämtliche Kosten und Nebenkosten (bei PRIIPs beschränkt auf Kosten und Nebenkosten des Anlageprodukts, bei MiFID II unter Einbeziehung der Wertpapierdienstleistung) gegenüber Kunden offenzulegen.¹³ Im Detail weisen die Regelungen jedoch erhebliche Unterschiede auf, die dazu führen, dass die unter der PRIIPs-Verordnung vorgesehenen Berechnungsmethoden in weiten Teilen für Zwecke von MiFID II nicht verwendbar sind. Bereits die Art und Weise der Kostenberechnung ist aus regulatorischen Gründen unterschiedlich: Im PRIIPs-KID ist die sog. Renditeminderungsmethode (*Reduction in Yield*) vorgeschrieben, die alle Kosten auf die empfohlene Haltedauer der Anlage verteilt. Nach MiFID II sind hingegen Schwankungen und Spitzen der Kosten zu veranschaulichen. Darüber hinaus sind Kosten, die nach MiFID II als Kosten einer Wertpapierdienstleistung auszuweisen sind (z.B. bei der Anlageberatung der Ausgabeaufschlag und der Anteil der Bestandsprovision an der Verwaltungsvergütung), im Rahmen der PRIIPs-VO wiederum als Produktkosten darzustellen. Der Kunde bekommt damit im Vertrieb zwei unterschiedliche Ausweise zu den Kosten mit widersprüchlichen Zahlen. Diese müssen gegenüber Kunden im Beratungsgespräch erläutert werden, was den Beratungsbedarf weiter erhöht und für die Berater und die Kunden das Wertpapiergeschäft unnötig verkompliziert. Kunden, die über beratungsfreie Vertriebskanäle investieren wollen, werden verunsichert und potenziell von der Anlage abgeschreckt. Auch hierzu enthält **Anlage 1** eine Aufstellung der wichtigsten Probleme und entsprechende Lösungsvorschläge.

Einige zentrale Fragen zur Kostenberechnung sind weder unter PRIIPs noch durch MiFID II beantwortet. Dazu zählt insbesondere die Berechnung der Kosten für Sachwertfonds. Die grundlegende Frage, ob Fonds, die direkt in Anlageobjekte wie Immobilien, Infrastrukturprojekte u.Ä. investieren, auch die auf Objektebene anfallenden Bewirtschaftungskosten sowie die Kreditzinsen für die Objektfinanzierung unter MiFID II berücksichtigen müssen, während z.B. bei Aktienfonds die Betriebskosten der Aktiengesellschaften außen vor bleiben, ist immer noch ungeklärt. Weder die ESMA noch die BaFin haben bisher der Branche auf Nachfrage dazu eine Hilfestellung geboten. Als Folge davon werden die Kosten der Sachwertfonds derzeit im Markt unterschiedlich berechnet, so dass die unter MiFID II gegenüber Kunden ausgewiesenen Kostenzahlen nicht miteinander vergleichbar sind. Dies führt zu Wettbewerbsverzerrungen, Verwirrung der Anleger und Haftungsrisiken. Auch Transaktionskosten der Fonds werden in der Praxis unterschiedlich berechnet, da die dafür unter PRIIPs vorgeschriebene Methode nicht die Anforderungen von MiFID II erfüllt (vgl. dazu die Ausführungen in **Anlage 1**).

Änderungsvorschlag: Die Kosteninformationen nach PRIIPs und nach MiFID II sind dringend anzugleichen und die damit zusammenhängenden Fragen einheitlich zu klären, damit WpDUs dem Anleger

¹² Art. 29 (2) IDD

¹³ Art. 24 (4)(c) MiFID II, Art. 8 (3)(f) PRIIPs-VO



einheitliche, leicht verständliche und vergleichbare Informationen über alle anfallenden Kosten zur Verfügung stellen können.

4. Erbringen von Dienstleistungen über das Telefon wird erheblich erschwert durch Aufzeichnungspflichten und ex-ante-Kostenausweis

Telefonische Dienstleistungen werden aufgrund von MiFID II erheblich erschwert. Zum einen scheuen sich die Kunden aufgrund der telefonischen Aufzeichnungen, Dienstleistungen über das Telefon in Anspruch zu nehmen. Zum anderen behindert die Pflicht zum ex-ante-Kostenausweis die Orderannahme, wenn der Kunde kein elektronisches Postfach hat. De facto werden alle Kunden, die kein elektronisches Postfach nutzen, von der Inanspruchnahme telefonischer Dienstleistungen ausgeschlossen. Da die Kunden weder auf die Aufzeichnung noch auf den ex-ante-Kostenausweis verzichten können, verzeichnet die Praxis einen starken Rückgang telefonischer Dienstleistungen. Dies trifft insbesondere Kunden, die auf telefonische Dienstleistungen angewiesen sind oder diese – etwa aufgrund der Entfernung zur nächsten Bank – bevorzugen.

Änderungsvorschlag: Kunden sollten auf die Aufzeichnung des Gesprächs verzichten dürfen, wenn das WpDU dieses anderweitig dokumentiert – etwa so, wie es für das persönliche oder Präsenz-Gespräch vorgesehen ist. Kunden sollten die Möglichkeit haben, auf die Kosteninformation vor Ordererteilung zugunsten des Kostenausweises zeitnah nach Aufgabe der Order zu verzichten.

5. Regelungen für Finanzportfolioverwaltung passen regelmäßig nicht auf die ausgelagerte Fondsverwaltung

Wie wenig die aktuellen MiFID-II-Standards die Praktiken und Bedürfnisse des Geschäftsverkehrs zwischen geborenen professionellen Kunden berücksichtigen, zeigt sich besonders deutlich in der ausgelagerten Fondsverwaltung. Diese betrifft das Vertragsverhältnis zwischen einer KVG, die einen Fonds auflegt, und einem Finanzportfolioverwalter, den die KVG im Wege der Auslagerung mit der Verwaltung des Fonds beauftragt. Die Tätigkeit des Finanzportfolioverwalters wird nach dem KAGB als Finanzportfolioverwaltung im Sinne der MiFID eingestuft, was zu einer Reihe von Problemen führt. Zwar war die EU-Kommission zu MiFID I ebenfalls dieser Auffassung;¹⁴ dieses Verständnis wird allerdings in vielen Mitgliedsstaaten nicht geteilt.¹⁵

Da Erleichterungen für geeignete Gegenparteien im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung nicht gelten und viele Detailvorgaben auch für professionelle Kunden nicht abdingbar sind, hat der Finanzportfolioverwalter gegenüber der KVG häufig die gleichen Pflichten wie gegenüber Privatkunden. Dies gilt insbesondere für die nach MiFID II zu liefernden Informationen und Berichte, für die KVGs keine Verwendung haben. Der Informationsaustausch zwischen der KVG und dem Finanzportfolioverwalter wird entsprechend den investimentrechtlichen Anforderungen im Auslagerungsvertrag vereinbart. Die Einstufung der ausgelagerten Fondsverwaltung als Finanzportfolioverwaltung behindert außerdem die Beauftragung von Dienstleistern aus Drittstaaten, für die dann die Anforderungen an „reverse solicitation“ im Sinne der MiFIR gelten. Nach Auslegung der ESMA ist es im Rahmen von „reverse solicitation“ faktisch unmöglich, Anlageberatung für ein Fondsportfolio („Advisory“) anzubieten oder durch Konzerngesellschaften in der EU über das Dienstleistungsangebot in Drittstaaten zu informieren. Dies erschwert den

¹⁴ Vgl. http://ec.europa.eu/info/file/80605/download_en?token=eUK6oZzj, S. 16 oben

¹⁵ Auf Grundlage der Erfahrungen unserer Mitglieder sowie des Feedbacks nationaler Verbände können wir davon ausgehen, dass die Auslagerung der Portfoliomanagementfunktion für Fonds in Italien, Spanien, Frankreich, Österreich und Luxemburg nicht als individuelle Portfolioverwaltung im Sinne der MiFID eingestuft wird. Für Spanien ist dies aus einem Fragen- und Antwortenkatalog ersichtlich, vgl. Seite 73 (Antwort auf Frage 174): <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={b4013979-c0f2-4150-bdc1-9f6432badf92}>.



KVGs, für die Verwaltung von Fonds mit Anlageschwerpunkt auf globalen Märkten bzw. Märkten außerhalb der EU die dort vorhandene Expertise zu nutzen. Weitere Details ergeben sich aus **Anlage 1**.

Änderungsvorschlag: Das Vertragsverhältnis zwischen einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, die einen Fonds auflegt, und einem Finanzportfolioverwalter, den die KVG im Rahmen eines Auslagerungsvertrags nach KAGB mit der Verwaltung des Fonds beauftragt, sollte nicht als Finanzportfolioverwaltung im Sinne der MiFID angesehen werden. Die Fondsregulierung sieht bereits umfassende Regelungen und Voraussetzungen für die Auslagerung vor, insbesondere dass die kollektive Portfolioverwaltung nur an zugelassene und beaufsichtigte Finanzmarktteilnehmer ausgelagert werden darf.

6. Pauschale Einstufung aller Fonds außer OGAWs als komplexe Produkte

Die ESMA vertritt die Auffassung, dass alle Alternativen Investmentfonds („AIFs“) ohne weitere Prüfung zwingend komplex sind.¹⁶ Dies ist nicht mit den Rechtstexten vereinbar, denn es gibt keine Regelung im Level-1-Text zu MiFID II, die eine individuelle Prüfung der AIFs auf ihre Komplexität hin untersagt.¹⁷ Die pauschale Einstufung ist zudem unangemessen. Die Kategorie der AIFs deckt eine große Vielzahl von nationalen Fondsvehikeln ab, angefangen bei streng regulierten und überwachten Publikumsfonds, die sich nur hinsichtlich einzelner Details von der Anlagepolitik von OGAWs unterscheiden (z.B. Gemischte Sondervermögen nach dem KAGB), bis hin zu Fonds für professionelle Anleger, die keinen Anlagerestriktionen unterliegen (einschließlich Hedgefonds). Um dieser Vielfalt Rechnung zu tragen und keine Schlechterstellung gegenüber nicht risikogestreuten und nicht genehmigten Produkten mit Emittentenrisiko (zum Beispiel Aktien) zu bewirken, sollten AIFs wie bislang Zugang zum Komplexitätstest nach Art. 57 der MiFID-DVO haben. Dies würde eine individuelle Einstufung auf Basis der Merkmale des jeweiligen Produkts ermöglichen.

Hinzu kommt, dass die ESMA die Komplexität, die nach der MiFID allein für die Zulässigkeit des reinen Ausführungsgeschäfts ("execution only") relevant ist,¹⁸ als Anknüpfungspunkt für viele weitere Interpretationen nutzt, etwa die Leitlinien zur Geeignetheitsprüfung, bei denen das WpDU äquivalente Produkte im Hinblick auf Komplexität zu prüfen hat. Im Ergebnis kann das dazu führen, dass die – häufig hoch volatile – Aktie einer REIT AG (weil als Aktie per se nicht komplex) im Vertrieb den Vorzug gegenüber einem Anteil an einem diversifizierten, überwachten Offenen Immobilienfonds erhält.

Änderungsvorschlag: Die Einstufung von Produkten als komplex auf Level 1 sollte klarer gefasst werden, um der kontraproduktiven Auslegung der ESMA die Grundlage zu entziehen. Zudem sollten Differenzierungsmöglichkeiten für den Grad der Komplexität bestehen, wenn der Begriff für weitere Anforderungen der MiFID genutzt werden soll. Das binäre Konzept (komplex oder nicht komplex) wird der unterschiedlichen Verständlichkeit von Finanzinstrumenten nicht gerecht.

¹⁶ Vgl. ESMA MiFID II / MIFIR Investor Protection Q&A, Chapter 10, Question 1, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-mifid-ii-mifir-investor-protection-qa>

¹⁷ Die Auffassung der ESMA, AIFs seien per se komplexe Produkte, wird nicht durch den Wortlaut der MiFID Level 1 gestützt. Denn die Regelung in Art. 24 (4)(a)(i) MiFID II, die AIFs explizit erwähnt, indiziert nicht, dass AIFs per se komplex sind. Die Regelung verhindert nur, dass Aktien an AIFs allein aufgrund einer Börsennotierung als nicht komplex gelten. Anderenfalls hätte der Gesetzgeber nicht nur von „shares in AIF“, sondern – wie an anderen Stellen – von „shares or units in AIF“ gesprochen. Er hätte zudem diese Regelung strukturell in eine Regelung zusammen mit der für OGAWs gefasst und nicht in die Regelung zu den börsennotierten Aktien. Denn börsennotierte Aktien an AIFs sind in der Praxis eher die Ausnahme.

¹⁸ Vgl. Art. 25 (4)(a) MiFID II

7. Förderung der Kurzfristigkeit

Die EU-Kommission möchte im Rahmen des Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums¹⁹ die langfristige Orientierung der Anleger fördern. Der MiFID-II-Rahmen setzt hingegen wirksame Anreize für häufige Umschichtungen der Anlagen auf Grund von kurzfristiger Wertentwicklung („*short termism*“). Dazu trägt insbesondere das neue Verlustschwellenreporting bei, das in der Portfolioverwaltung generell zwingend ist und auch von professionellen Anlegern nicht abbedungen werden kann. Der Portfolioverwalter muss danach den Kunden unverzüglich informieren, wenn der Wert seines Portfolios innerhalb eines Berichtszeitraums, in der Regel eines Quartals, um 10% fällt. Diese Information kommt einer Warnung gleich und provoziert Wünsche nach unmittelbaren Portfolioumschichtungen. Auch die Einführung von Quartalsberichten als Regelfall in der Portfolioverwaltung und im Rahmen von Kundendepots bedingt die Bewertung von Anlageergebnissen anhand von kürzeren Zeiträumen und fördert damit die kurzfristige Orientierung der Anleger. Im Rahmen der Depotführung entstehen dadurch außerdem unnötige Kosten, da die Quartalsberichte auf dauerhaften Datenträgern, also in der Regel auf Papier, zu erstellen sind und den Kunden per Post zugesandt werden.

Änderungsvorschlag: Das „ad hoc“-Reporting gegenüber Kunden sollte durch eine Pflicht des Finanzportfolioverwalters ersetzt werden, bei Erreichen bestimmter Verlustschwellen die Zusammensetzung des Kundenportfolios unter Berücksichtigung des Anlagehorizonts des Kunden zu überprüfen. Die regulären Kundenberichte sollten im Standardfall jährlich erfolgen.

Marktinfrstrukturthemen

1. Marktdatenkosten

MiFID und MiFIR sollte die Transparenz und den Handel mit Finanzinstrumenten verbessern und damit das Risiko für künftige Finanzkrisen verringern. Digitale Technologien haben das Potenzial, in den nächsten Jahren in der Finanzbranche einen massiven Umbruch herbeizuführen, auch wenn das Asset Management eine bereits weitgehend digitalisierte Branche ist. Das Asset Management wird durch bessere Verfügbarkeit von Daten, Algorithmen, Digitalisierung von Assets, neue Prozesse bei der Verwahrung und Abwicklung sowie beim Meldewesen maßgeblich beeinflusst werden. Voraussetzung für die Erbringung jeder Dienstleistung entlang der gesamten Wertschöpfung im Asset Management von Research, Portfolio- und Risikomanagement, Trading bis hin zu Clearing und Settlement sind hochwertige Daten. Auch im Fondsvertrieb, im aufsichtsrechtlichen Meldewesen und im Kundenreporting ist der jederzeitige, sichere Zugang zu und die Verfügbarkeit hochwertiger Finanzmarktdaten unverzichtbar. Dazu zählen Stamm- (z.B. Identifikationscodes ISIN, LEI), Marktdaten (Kurse und Preise) und davon abgeleitete Daten wie Indexdaten, aber auch Unternehmensdaten (z.B. Ratings). Künftig werden vermehrt nicht-traditionelle Datenquellen („Big Data“) mit Hilfe neuer Auswertungsmöglichkeiten in den Geschäftsbetrieb der KVGs integriert werden.

Finanzmarktdaten werden oft von natürlichen Monopolen und Oligopolen wie Börsen und Unternehmen mit marktbeherrschender Stellung wie großen (Börsen-) Indexanbietern oder Datenvendoren (Bloomberg, Thomson Reuters) angeboten. Diese verfügen über große Marktmacht und können einseitig Konditionen festsetzen, da die Nachfrager auf KVG-Seite ohne eine Gefährdung des eigenen Geschäfts auf die Daten nicht oder nur sehr schwer verzichten können. Die Nutzung von Finanzmarktdaten ist für die KVGs daher seit Jahren mit regelmäßigen, teilweise massiven Preiserhöhungsverlangen und dem

¹⁹ COM (2018) 97 final



Abschluss immer komplexerer Datenlizenzen verbunden, die alle Spielarten der Nutzungen der Daten erfassen sollen. Insbesondere die wiederholte Lizenzierung derselben Daten für jeden Verwender in der Kette des regulatorischen und Kundenberichtswesens führt zu großer Verärgerung der Nutzer. Auch die Verwaltung und das Audit der Lizenzen binden immer mehr Kräfte. Damit verbunden steigt das Haftungsrisiko, wenn nach Audits rückwirkend über mehrere Jahre Nachforderungen wegen angeblich nicht lizenzierter Sachverhalte erhoben werden. Aktuell sind mindestens zwei KVGs mit Forderungen von mehr als einer Million Euro für die Nachlizenzierung von Index- bzw. Ratingdaten betroffen. Mit weiter steigendem Kostendruck und der Veränderung der Geschäftsmodelle zu mehr quantitativem oder passivem Investment werden die Datenkosten immer mehr zum Erfolgsfaktor für viele Asset Manager.

Die bestehenden aufsichtsrechtlichen Regelungen zur Bereitstellung und Nutzung von Finanzmarktdaten zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen in der MiFID haben für die Nutzer bisher keine Kostensenkungen oder verbesserte Kostentransparenz gebracht.²⁰ Das Problem ist nicht auf die MiFID beschränkt. Auch in der Benchmark-Verordnung oder in den Vorschriften für das regulatorische Meldewesen (EMIR, SFTR, CRR, Solvency II, AIFMD, OGAW-RL) fehlen Regelungen zur Bereitstellung der vom Gesetzgeber vorgeschriebenen Finanzmarktdaten und den entsprechenden Nutzungsrechten.

Änderungsvorschlag: Einführung von Regelungen zur Bereitstellung und Nutzung von Finanzmarktdaten zu angemessenen kaufmännischen Bedingungen in MiFID / MiFIR oder Ergänzung der Regelungen, um für den Datennutzer effektiv schützende Vorschriften in den EU-Verordnungen zum regulatorischen Reporting integrieren zu können. Die Datengebühren sollten auf Grundlage der Grenzkosten für die Erstellung und Verbreitung der Daten bestimmt werden. Detailvorschläge finden Sie in **Anlage 2**.

2. Auswirkung der Zuwendungsregeln auf Research

Die KVGs haben die durch MiFID II eingeführten Zuwendungsregeln für die getrennte Bezahlung von Wertpapiertransaktionen und dem von Banken und Wertpapierfirmen zur Verfügung gestellten Wertpapierresearch mit erheblichem Aufwand in der Praxis umgesetzt. In der Folge wurden die Researchbudgets bei KVGs gekürzt, und die Verkäuferseite hat ihr Researchangebot angepasst. Dies nicht zuletzt, weil die Regelungen für eine Weiterbelastung der Kosten des Research an den Kunden unangemessen kompliziert sind. Im Markt mehren sich die Stimmen, dass sich das Aktienresearch auf liquide Werte in Indizes konzentriert, die hohe Handelsvolumina haben. Demgegenüber wird das Research zu Nebenwerten von den Banken und Wertpapierfirmen reduziert. Damit werden sich die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt gerade für KMU-Aktien verschlechtern.

Für Fixed-Income-Research, das volumenmäßig ohnehin nur einen Bruchteil des Volumens des Aktienresearches ausmacht und das wegen der im Markt üblichen Spread-Bepreisung auch nicht über Transaktionskosten vergütet wird, hat die Anwendung der Zuwendungsregeln nur zu Zusatzkosten für Asset Manager geführt. Asset Manager müssen jetzt zusätzliche Zahlungen über den Spread hinaus leisten, ohne dass sich letztere um den Researchkostenanteil verringert haben. Effektiv haben Banken und Wertpapierfirmen nur eine neue Einnahmequelle erhalten.

Änderungsvorschlag: Die EU sollte die Ausgestaltung der MiFID-Zuwendungsregeln zu Research im Sinne einer praxisorientierten Regelung anpassen.

²⁰ Vgl. dazu zuletzt Copenhagen Economics, Pricing of Market Data, 28. November 2018

3. Vielfalt von Handelsplätzen und Ausführungsvarianten

- **Tick Size Regime**

Unsere Mitglieder, die die Käuferseite vertreten, wünschen sich einen breiten Zugang zu möglichst vielen liquiden Handelsplätzen, auf denen Aufträge verschiedener Größenordnung marktschonend ausgeführt werden können. Wir sind der Auffassung, dass durch eine Auswahl von im Wettbewerb stehenden Ausführungsmöglichkeiten, z.B. Börsen, multilaterale Handelssysteme, periodische Auktionen und systematische Internalisierer (SI), das Ziel, die Handelskosten zum Nutzen der Anleger zu minimieren und die bestmögliche Ausführung (Best Execution) zu gewährleisten, am ehesten erreicht werden kann.

Dabei sollte auch dem Bedürfnis der Fondsbranche Rechnung getragen werden, große Aufträge geordnet und mit geringen Marktauswirkungen ausführen zu können. Im Zusammenhang mit der kürzlich verabschiedeten Ausweitung des Anwendungsbereichs der Regelung betreffend die kleinstmöglichen Preisveränderung von Börsenkursen (Tick Size Regime) auf SI war es daher unser Anliegen, für Aufträge oberhalb der Standardmarktgröße eine Ausführung zu Mittelwerten, d.h. zwischen zwei Ticks zu ermöglichen, um den Spread für Käufer und Verkäufer zu halbieren. Erreicht wurde jedoch nur eine Ausnahme vom Tick Size Regime für große Aufträge (Large in Scale).

Bei den politischen Bestrebungen, die Handelsaktivitäten auf Plätze mit hoher Vorhandelstransparenz (wie traditionelle Börsen und einige multilaterale Handelssysteme) zu verlagern, sollte hinterfragt werden, ob hierdurch immer die Transparenz und Preisbildung verbessert und ein Kostenvorteil für Endanleger erreicht wird.

Änderungsvorschlag: Das Tick Size Regime sollte auf „Standard Market Size“-Transaktionen beschränkt werden.

- **Regelungen zum Hochfrequenzhandel**

Die MiFID hat für den algorithmischen Handel neue Anforderungen eingeführt. Wir setzen uns für eine anlegerfreundliche Regulierung des Hochfrequenzhandels ein. Algorithmische Handels- und Absicherungsstrategien werden in der Fondsbranche grundsätzlich zur Umsetzung der Verpflichtung zur bestmöglichen Orderausführung (Best Execution) und einer effizienten Portfolioallokation eingesetzt.

Regulierte Börsen und MTFs sollten in erster Linie ein Handelsplatz sein, an dem Endkunden, z.B. Versicherer, Fondsgesellschaften, Pensionskassen und Privatanleger, sich absichern und ihr Geld für die Altersvorsorge vernünftig anlegen können. Dies sollte insbesondere für Krisenzeiten gelten. Durch eine Verlangsamung des Handels könnte mehr Liquidität im Orderbuch bereitgestellt werden, weil die weniger schnellen Marktteilnehmer aktiver am Handelsplatz agieren.

Änderungsvorschlag: Typische Hochfrequenzhändler (HFT) verhindern insbesondere im Aktienhandel einen für alle Marktteilnehmer fairen Handel. Die Börsen sollten daher nicht die Geschäftsabsichten der Hochfrequenzhändler unterstützen, sondern künftig Handelsaufträge zulassen, auf die auch die langsameren Teilnehmer reagieren können. Dazu ist eine Mindesthaltedauer für Transaktionen vorzusehen.

- **Periodische Auktionen**

Nachdem die bereits in ihrer Wirkung fraglichen Regelungen zur doppelten Volumenobergrenze (Double Volume Cap (DVC)) eingeführt wurden, um das Handelsvolumen in Dark Pools zu begrenzen, sind die sog. Frequent-Batch-Auktionen (FBA) als Variante der periodischen Auktionen in den Fokus der ESMA gerückt. Um den Bedenken nachzugehen, dass durch FBA die DVC-Regelungen umgangen werden können, hatte die ESMA bei Marktteilnehmern Informationen über das Funktionieren von FBA-Handelssystemen gesammelt.²¹ Aus den Rückmeldungen der Marktteilnehmer geht unseres Erachtens klar hervor, dass die Transparenzanforderungen der MiFID durch FBA nicht beeinträchtigt werden und hierin insbesondere keine Umgehung der DVC zu sehen ist, zumal der Anteil von FBA am Gesamthandel überschaubar ist. Hervorzuheben ist, dass FBA zwar im Sekundentakt ausgeführt werden, es sich hierbei jedoch nicht um Hochfrequenzhandel (High Frequency Trading – HFT) handelt. Insofern erfordern FBA keine superschnelle HFT-Technologie, so dass FBA dem Wettlauf um Geschwindigkeit, Aufbau kostspieliger Infrastruktur und letztlich dem Wettbewerbsvorteil von HFT entgegenwirken.

Änderungsvorschlag: Wir sind davon überzeugt, dass FBA grundsätzlich eine MiFID-konforme Handelsvariante darstellen, die geeignet ist, gerade große Aufträge auszuführen. Eine Einschränkung von periodischen Auktionen / FBA ist unbedingt zu vermeiden, da sie für unsere Mitglieder, die im Interesse der Anleger zur bestmöglichen Ausführung von Aufträgen verpflichtet sind, kontraproduktiv ist.

- **Äquivalenz von Handelsplätzen**

Die Anerkennung von Nicht-EU-Finanzmarktregulierungsregimen als mit den EU-Standards gleichwertig (Äquivalenzentscheidung) ist Voraussetzung dafür, dass unsere Mitglieder, die die EU-Handelsplatzpflicht nach Art. 23 MiFIR zu beachten haben, an Drittstaaten-Handelsplätzen Wertpapiere handeln dürfen und so Zugang zu Liquidität außerhalb der EU erhalten.

Die jüngste Vergangenheit hat gezeigt, dass die Äquivalenzentscheidung als politisches Instrument in den Verhandlungen mit der Schweiz und Großbritannien verwendet wurde. Die Voraussetzungen einer Anerkennung sollten jedoch allein nach dem zugrundeliegenden Finanzmarktregulierungsrahmen ohne sachfremde Erwägungen geprüft und der Prozess damit entpolitisiert werden.

Änderungsvorschlag: Für die Verlässlichkeit im Umgang mit den Finanzmärkten sollten die Kriterien für die Äquivalenzentscheidung in der MiFID bzw. entsprechenden Durchführungsbestimmungen klar gestellt werden.

4. Daten- und Meldewesen

- **Meldung von Kapitalmaßnahmen im MiFIR-Meldewesen**

Grundsätzlich sind Kapitalmaßnahmen im MiFIR-Meldewesen (Art. 26) meldepflichtig.²² Im Rahmen der Meldepflicht für Kapitalmaßnahmen bestehen derzeit folgende Probleme:

- Die ungenauen und unklaren Vorgaben zur teilweisen Meldepflicht von Kapitalmaßnahmen haben zu einem hohen Aufwand bei den Meldepflichtigen und damit zu einer verzögerten Einmeldung bei

²¹ ESMA: Call for evidence - Periodic auctions for equity instruments, ESMA70-156-785

²² Vgl. ESMA Q&A on MiFIR data reporting, Frage 9a, 4. Februar 2019



der Aufsicht geführt. Genaue Vorgaben der Datenfelder basierend auf ISO-Standards sind erforderlich.

- Der Entscheidungspfad, welche Kapitalmaßnahme bzw. welcher Teil einer Kapitalmaßnahme zu melden ist, ist komplex und systemseitig nicht nachzubilden.
- Zahlreiche Ausnahmen verkomplizieren die Meldung. Institute verfahren bei identischen Kapitalmaßnahmen uneinheitlich.
- Die gemeldeten Kapitalmaßnahmen sind nur ein kleiner Teil der tatsächlich am Markt durchgeführten Kapitalmaßnahmen.
- Fehlende Verfügbarkeit von zentralen Meldedaten (z.B. der fehlende LEI des initiiierenden Unternehmens bei WM-Daten) und der Umstand, dass die Meldesysteme eingerichtet werden mussten, bevor eindeutige Regelungen (z.B. in den ESMA Q&A) publiziert wurden, hat uneinheitliche Verfahrensweisen der Institute zur Folge. Die offenbar häufig genutzte Alternative, den Letzten in der Lieferkette im Meldesatz als Geschäftsbeteiligten zu identifizieren, widerspricht auch dem Umstand, dass die reine Abwicklung nicht meldepflichtig ist. Die ‚Alternativinstitute‘ geben grundsätzlich keine Meldung ab.
- Zwischen der Veröffentlichung einer Kapitalmaßnahme, dem Zeitpunkt der Weisungserteilung und der Eigentumsverschaffung der Wertpapiere liegen – anders als bei Geschäften – grundsätzlich lange Zeiträume. Es ist nicht erkennbar, wie an dieser Stelle Marktmissbrauch betrieben werden kann. Allenfalls der kurzfristige Erwerb oder die kurzfristige Veräußerung von Wertpapieren vor einer Veröffentlichung / Hauptversammlung wäre ein Indiz für Insiderwissen oder Marktmissbrauch. Diese Geschäfte waren aber schon vor 2018 meldepflichtig.
- Sofern Institute Überträge an die Abwicklungsstelle melden, die durch eine Kapitalmaßnahme ausgelöst werden, ist unklar, ob die Lieferung gemeldet werden muss, auch wenn der Auslöser eine Kapitalmaßnahme ist, die einer Ausnahme unterliegt und nicht meldepflichtig ist.
- Eine Kapitalmaßnahme ist rechtlich kein Wertpapiergeschäft. Der weisungserteilende Kunde ist nicht der Käufer. Eine Meldung z.B. als ‚Buyer‘ ist nicht praxisgerecht.

Änderungsvorschlag: Aufgrund der fehlenden Marktstandards und der Infrastruktur sowie des fehlenden Mehrwertes für die Aufsicht sollte die Meldepflicht für Kapitalmaßnahmen gestrichen werden.

- **Umsetzung von Meldevorgaben für EMIR / MiFIR: Umsetzung bzw. Abstimmung der Implementierung von ESMA-Q&A-Vorgaben**

Das regulatorische Meldewesen in der EU ist fragmentiert und inkonsistent in den Datenvorgaben.²³ Auch die Umsetzungsvorgaben lassen zu wünschen übrig.

Häufig weichen bei der Umsetzung von Q&As im Zusammenhang mit unterschiedlichen Basisrechtsakten die Implementierungsdaten für die gleiche Art von Geschäften voneinander ab. Ein Beispiel sind die im September 2018 veröffentlichten Q&A zum Thema Meldevorgaben für FX Swaps. Für MiFIR ist ein

²³ Vgl. Bericht des European Post Trade Forum (EPTF) vom 15. Mai 2018 (EPTF-Report), https://ec.europa.eu/info/publications/170515-eptf-report_en, EPTF-Barrier 6: Complexity of the post-trade reporting structure, S. 34 ff,



Implementationsdatum für März 2019 vorgegeben, für EMIR sind die Vorgaben im September 2019 umzusetzen. Dies führt zu einer kostenintensiven und eventuell auch fehleranfälligen Lösung auf Seiten der Meldepflichtigen, die beinhaltet, dass für eine Übergangszeit von 6 Monaten das gleiche Geschäft auf unterschiedliche Weise behandelt und gemeldet werden muss.

Änderungsvorschlag: Wir befürworten eine vollständige Harmonisierung des Transaktionsreportings nach EMIR, MiFIR und SFTR auf Basis eines einheitlichen Datensatzes und ISO20022-Meldungen.²⁴ Der Gesetzgeber sollte darauf hinwirken, dass bei der Umsetzung von Reportingpflichten die Implementierungszeitpunkte für die gleiche Art von Geschäften zum gleichen Zeitraum eingeführt/geändert werden.

- **Best Execution**

Die durch die MiFID neu eingeführten Berichte über die Ausführungsqualität bieten nur wenig Mehrwert. Dies liegt daran, dass die Angaben zu den "TOP 5"-Ausführungsplätzen bzw. Brokern nur prozentual erfolgen und damit hinsichtlich ihrer Relevanz nur schwer auszuwerten sind. Bei KVGs, die kollektive Vermögensverwaltung nach dem KAGB und Finanzportfolioverwaltung nach MiFID anbieten, kommt eine weitere Schwierigkeit hinzu. Nach Auslegung der BaFin sind nämlich bei der Erstellung der Berichte nur Geschäfte im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung nach MiFID zu berücksichtigen. Transaktionen im Rahmen der Fondsverwaltung bleiben außer Betracht, obwohl sie in der Regel einen größeren Teil am gesamten Transaktionsvolumen ausmachen. Die Relevanz der Angaben für das Gesamtgeschäft der KVGs lässt sich aus den Berichten nicht entnehmen. So besteht die Gefahr, dass Kunden und andere Marktteilnehmer falsche Schlüsse aus den Informationen ziehen.

Änderungsvorschlag: Die prozentualen Angaben zu den „TOP5“ Ausführungsplätzen / Brokern sollten sich immer auf das Gesamtgeschäft einschließlich der nicht-MiFID-pflichtigen Tätigkeiten beziehen.

- **Einführung eines Consolidated Tape für Aktien / Renten**

Eine konsolidierten Bandverarbeitung (Consolidated Tape (CT)), also ein System, das Umsatz- und Kursdaten von verschiedenen Börsen und bestimmten Broker-Dealern kombiniert, stärkt die Preisfindung und die optimale Standortwahl im Einklang mit den Anforderungen an die bestmögliche Ausführung. Damit wird Vertrauen der Anleger in die notierten Kurse und die Ausführungsqualität an allen elektronischen Ausführungsplätzen gefördert.

Trotz ihrer Ambitionen hat die MiFID II noch kein CT von Echtzeit-Geschäften in Europa geschaffen. Dies liegt vor allem daran, dass es für Unternehmen derzeit unwirtschaftlich ist, die erforderliche Datenverarbeitung und -bereinigung durchzuführen. Wir sind der Ansicht, dass ein mandatiertes CT eine praxiserichte Lösung für die EU darstellt. Die ESMA sollte die einzige verbindliche Quelle für Handelsdaten sein. Dies würde Transparenz und Wettbewerb erhöhen, die Qualität der Daten verbessern und die bestmögliche Ausführung stärken.

Das CT sollte Nutzern auf Instrumentenbasis angeboten werden und Daten sowohl als umfassendes Band als auch in verschiedenen Aggregationsniveaus bereitstellen. Transparenzinformationen sollten hierbei frei verfügbar sein, ohne dass neben einer Datengrundversorgung noch Mehrwertprodukte erworben werden müssen. Die Kosten im Zusammenhang mit dem Bezug von CT-Kerndaten müssen "at cost" oder "at cost plus" sein. Einem CT-Anbieter sollte es nicht gestattet sein, diskriminierende Preis-

²⁴ Vgl. EPTF-Barrier 2: Lack of convergence and harmonisation in information messaging standards, S. 60 ff



systeme einzuführen, die auf den Absatz zusätzlicher kostenpflichtiger Mehrwertprodukte abzielen. Mit Blick auf den Marktdatenkostendisput betreffend CT in den USA (dort „SIP“ genannt) sollten Handelsplätze keine Marktdatenprodukte anbieten dürfen, die eine Arbitrage zwischen CT und dem Preisfeed des Handelsplatzes ermöglichen. Ansonsten sind die Datennutzer gezwungen, überbewertete „added value“ Datenprodukte aller Handelsplätze zu kaufen, die auch am CT teilnehmen. Der praktische Wert des CT würde damit aufgehoben und den Handelsplätzen eine ungerechtfertigte weitere Einnahmequelle verschafft.

Zudem ist die Qualität der Pre- und Posttrade-Transparenzdaten nach Aussage unserer Mitglieder insbesondere bei Renten so schlecht, dass die Daten derzeit nicht verwendet werden können. Ohne eine grundlegende Qualitätsverbesserung der Pre- und Posttrade-Transparenzdaten nach MiFID ist auch ein funktionsfähiges CT nicht vorstellbar. Die ESMA sollte direkt von den Marktteilnehmern anzuwendende Standardverbesserungen und Aktualisierungen im Meldewesen ohne jeweils nötige Änderungen in L1 / L2-EU-Rechtsakten festsetzen können. ESMA Q&As sind mangels Verbindlichkeit nicht ausreichend, um eine einheitliche Handhabung in der Industrie zu erreichen. Wir unterstützen daher die gesetzliche Einführung der vom European Post Trade Forum (EPTF) vorgeschlagenen „maintenance mechanisms“ in EPTF-Barrier 6: Complexity of the post-trade reporting structure.²⁵

Änderungsvorschlag: In der MiFID ist die Einführung eines CT-Systems (durch die ESMA) vorzusehen. Weiterhin sollte klargestellt werden, dass Handelsplätze keine Marktdatenprodukte anbieten dürfen, die eine Arbitrage zwischen CT und den Preisfeeds des Handelsplatzes ermöglichen.

- **Identifikation von Unternehmen und Wertpapieren**

Nach der MiFID / MiFIR ist die Identifikation von Emittenten / Gegenparteien mit dem vom GLEIF verwalteten Legal Entity Identifier (LEI) vorzunehmen, was wir ausdrücklich begrüßen. ESMA plant derzeit aktualisierte MiFIR-Reportingregeln ab dem 3. Quartal 2019.²⁶ Derzeit dürfen Investmentfirmen im Sinne der MiFID keine „lapsed“ LEIs bei der Orderausführung verwenden. Für Investmentfirmen, die nicht der MiFID unterliegen, sind die möglichen LEI-Statusangaben im GLEIF-Register derzeit "Issued", "Pending transfer", "Pending archival" or "Lapsed". Der GLEIF fordert, zur Harmonisierung des Reportings in MiFIR vorzusehen, dass diese Firmen zukünftig ebenfalls keine „lapsed LEI“ für die Orderausführung verwenden dürfen. Damit würde die Datenqualität im Handel insgesamt verbessert.

Im Übrigen sind wir, wie das EPTF, der Auffassung, dass die EU sicherstellen muss, dass u.a. im MiFIR-Reporting vorgeschriebene Identifikationscodes und damit verbundene Referenzdaten, wie die ISIN, immer lizenz- und nutzergebührenfrei verwendet werden können.²⁷

Änderungsvorschlag: Wir unterstützen die Forderung des GLEIF, zur Harmonisierung des Reportings in der MiFIR vorzusehen, dass „investment firms not covered by Directive 2014/65/EU“ zukünftig ebenfalls keine „lapsed LEI“ für die Orderausführung (transaction execution) verwenden dürfen.

5. Dematerialisierung des Wertpapierbegriffs

Das Interesse an der Emissionen von und Anlagen in sog. Investment- oder Securities-Token nimmt gerade auch in Deutschland zu, wie die Angebote der letzten Wochen zeigen. Institutionelle Anleger

²⁵ EPTF-Report, aaO, S. 64 f

²⁶ <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir/mifir-reporting-instructions>

²⁷ Vgl. EPTF-Report, aaO, S. 67 ff, EPTF-Barrier 7: Unresolved issues regarding reference data and standardised identifiers



wie Investmentfonds könnten die Möglichkeiten der Blockchain / DLT verstärkt nutzen, wenn die Rechtssicherheit durch ein regulatorisches Bekenntnis zu Dematerialisierung verstärkt wird. Die BaFin hatte sich in einem Hinweisschreiben²⁸ bereits mit der Frage auseinandergesetzt, ob aus Initial Coin Offerings (ICO) stammende Token als Finanzinstrumente eingestuft werden können. Abhängig von der Ausgestaltung im Einzelfall soll eine Einordnung von Token als Wertpapier²⁹, als Anteil an einem Investmentvermögen³⁰ oder als Vermögensanlage³¹ möglich sein.

Damit ein Token als Wertpapier i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Artikel 4 (1) Nr. 44 MiFID II angesehen werden kann, wird vorausgesetzt, dass dieser übertragbar und an Finanzmärkten handelbar ist und gesellschafts- oder schuldrechtliche Ansprüche verkörpert. Demgegenüber soll eine Verbriefung des Token in einer Urkunde in diesem Zusammenhang keine zwingende Voraussetzung sein, da es als hinreichend erachtet wird, dass der Inhaber des Token, beispielsweise anhand der Distributed-Ledger- oder Blockchain-Technologie oder anhand vergleichbarer Technologien, jeweils dokumentiert werden kann.

Wir begrüßen die Auffassung der BaFin, halten allerdings zur Unterstützung der Nutzungsmöglichkeiten der neuen Technologien eine stärkere Konturierung dieses Wertpapierbegriffs in der MiFID und seine Vereinheitlichung in anderen europäischen Rechtsordnungen und seine Verankerung auch im Gesellschafts- und Sachenrecht für erforderlich. Das Verständnis des Wertpapiers als Wertrecht hat beispielsweise in Deutschland bislang nur in § 6 BSchWVG Einzug gefunden. In Frankreich wird demgegenüber nach einer entsprechenden Gesetzesänderung bereits auch die dezentralisierte Verwaltung von Fondsanteilscheinen in der Blockchain und nicht im Zentralverwahrer in der Praxis umgesetzt (IZNES-Projekt von 25 französischen Asset Managern).

Die vom BMF und dem BMJV zur Konsultation gestellten Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token³² und die darin aufgezeigte Zielrichtung unterstützen wir daher ausdrücklich. Darüber hinaus würden wir es begrüßen, wenn auch Investmentfondsanteile und Krypto-Token durch eine Ausgestaltung als elektronische / dematerialisierte Wertrechte über Blockchain-Technologie ausgegeben werden könnten. Perspektivisch sollte außerdem die EU-weite Harmonisierung stehen.

Änderungsvorschlag: Wir schlagen vor, diesen weiten Wertpapierbegriff zur Unterstützung der Nutzungsmöglichkeiten der neuen Technologien in der MiFID zu verankern.

²⁸ BaFin, Hinweisschreiben (WA), GZ: WA 11-QB 4100-2017/0010

²⁹ § 2 Abs. 4 Nr. 1 in Verbindung mit § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Artikel 4 (1) Nr. 44 MiFID II

³⁰ § 2 Abs. 4 Nr. 2 WpHG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 KAGB bzw. Anhang I Abschnitt C (3) MiFID II

³¹ § 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG in Verbindung mit § 1 Abs. 2 VermAnlG

³² BMF, BMJV, GZ VII A 3 - WK 5634/13/10003 :024; DOK 2019/0193124

Anlage 1: Anlegerschutz

Pflichten	Regeln	Erfahrungen	Verbesserungsvorschläge
Regeln werden institutionellen Kunden nicht gerecht			
Kundeninformationen	§ 63 Abs. 6 WpHG Art. 44 (5) MiFID-DVO	Nach den Vorgaben für redliche, eindeutige und nicht irreführende Information muss sich die Simulation einer früheren Wertentwicklung auf einer tatsächlichen früheren Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Basiswerts oder eines Finanzindizes beziehen. Die Simulation einer mit einem professionellen Kunden diskutierten Anlagestrategie ist damit nicht mehr möglich. Das stört professionelle Anleger, die selbst eine klare Vorstellung von Anlagestrategien haben und die diese vom WpDU oder der KVG anhand von konkreten Berechnungen diskutieren und bewerten wollen.	Für professionelle Kunden sollten die detaillierten Vorgaben in Art. 44 MiFID-DVO für die Anforderungen an faire, klare und nicht irreführende Information nicht gelten.
Beschwerden	Art. 26 MiFID-DVO Erwägungsgrund 38 MiFID-DVO	Der Beschwerdebegriff umfasst jegliche Äußerung der Unzufriedenheit von Kunden im Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung. Die Erweiterung auf professionelle Kunden verbunden mit dem sehr weiten Beschwerdebegriff (jede Unmutsäußerung) stört die Geschäftsbeziehung zwischen WpDU und Kunde, ohne für letzteren einen Mehrwert zu bringen. Die Vorgaben zum Beschwerdemanagement dienen dem Anlegerschutz. Im professionellen Geschäft äußern Kunden ihre Unzufriedenheit aufgrund des regelmäßigen Kontakts mit dem WpDU deutlich und konkreter auf die Leistung bezogen. Im Rahmen einer Anlageausschusssitzung beispielsweise müssten ggf. einige Äußerungen als Beschwerden erfasst werden. Bemerkungen wie „bei der Konkurrenz läuft es aber besser als bei Euch“ sind üblich und könnten in der Praxis als Beschwerde einzustufen sein. Eine formelle Abwicklung von Unmutsäußerungen in der gesetzlich vorgesehenen Weise empfinden Kunden als sehr bürokratisch. Sie ist zudem nachteilig für die Geschäftsbeziehung.	Für professionelle Kunden sollten die Vorgaben für die Bearbeitung von Beschwerden nicht gelten. Zumindest sollte bei diesen Geschäftsbeziehungen nicht jede Unmutsäußerung als Beschwerde gelten.

Pflichten	Regeln	Erfahrungen	Verbesserungsvorschläge
Kostenausweis ex ante und ex post	§ 63 Abs. 7 WpHG, Art. 50 MiFID-DVO	<p>Der Ausweis aggregierter Gesamtkosten als Schätzungen ex ante und einmal im Jahr ex post ist für die kurze und prägnante Information von Privatkunden konzipiert. Für professionelle Kunden haben diese Informationen keinen Mehrwert. Professionelle Kunden brauchen etwa für ihre Buchhaltungs- oder Reportingzwecke ganz anders aufbereitete Angaben zu spezifischen Kostenpunkten, die sie bilateral mit dem WpDU vereinbaren. Dennoch können professionelle Kunden, einschließlich der professionellen Finanzmarktteilnehmer wie Banken, Versicherungen und KVGs, im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung und der Anlageberatung auf den aggregierten Kostenausweis nicht verzichten. In Verbindung mit der unbedingten Vorgabe, die ex-ante-Informationen vor der Erbringung der Dienstleistung zur Verfügung zu stellen, stellen insbesondere ex-ante-Kostenausweise in der Praxis ein Ärgernis dar, das ausschließlich den bürokratischen Aufwand sowie die Kosten unverhältnismäßig erhöht.</p>	<p>Professionelle Kunden sollten bei allen Wertpapierdienstleistungen auf den standardisierten Kostenausweis ex-ante und ex-post verzichten können („opt-out“) [wenn sie andere Informationen zu Kosten vereinbart haben].</p>
Berichtspflichten	§ 63 Abs. 12 WpHG Art. 59 - 63, Erwägungsgrund 93 MiFID-DVO	<p>Berichte für professionelle Kunden, die unter MiFID II im Rahmen der Portfolioverwaltung und der Depotführung vorgeschrieben sind, haben den gleichen Anforderungen wie Privatkundenberichte zu entsprechen und sind mindestens einmal im Quartal zu erbringen. Professionelle Kunden können auf vertraglichem Wege weder die Häufigkeit der Berichterstattung noch ihre Inhalte auf für sie wesentliche Informationen reduzieren. Dies produziert unnötigen administrativen Aufwand und Kosten. WpDUs, die etwa auf Portfoliomanagement-Lösungen für professionelle Kunden spezialisiert sind, müssen interne Prozesse aufsetzen und IT-Lösungen implementieren, um Berichtspflichten zu erfüllen, an denen ihre Kunden kein Interesse haben.</p> <p>Gleiches gilt für die neu eingeführte Pflicht zum Verlustschwellenreporting in der Portfolioverwaltung, deren Umsetzung auf Grund der aufsichtlichen Hinweise der ESMA zur Berechnung der Reporting-Schwellen sehr aufwändig ist. Professionelle Kunden halten ohnehin</p>	<p>Professionelle Kunden sollten die Möglichkeit haben, auf die standardisierte Berichterstattung sowie das Verlustschwellenreporting zu verzichten („opt-out“). Als Minimum sollte Regelung in Art. 61 MiFID-DVO auf alle Berichtspflichten gegenüber professionellen Kunden ausgeweitet werden.</p>

Pflichten	Regeln	Erfahrungen	Verbesserungsvorschläge
		<p>einen engen Kontakt zu ihrem Vermögensverwalter, um über die Zusammensetzung und Wertentwicklung ihrer Portfolien laufend informiert zu sein und ggf. über Adjustierungen der Anlagestrategie zu entscheiden. In professionellen Geschäftsbeziehungen bedarf es deshalb nicht eines automatisierten Warnsystems wie des Verlustschwellenreportings, welches bei Erreichen bestimmter standardisierter Schwellenwerte eine sofortige Information des Kunden vorsieht, ohne seinen Anlagehorizont und die jeweils relevante Anlagestrategie zu berücksichtigen.</p>	
Mangelnde Übereinstimmung zwischen MiFID II und PRIIPs führt zu Widersprüchen im Kostenausweis			
Kostendarstellung	<p>PRIIPs: Anhang VI Nr. 61 bis 76, Anhang VII der PRIIPs-DVO</p> <p>MiFID II: Art. 50, insb. Abs. 10 MiFID-DVO</p>	<p>Kostenangaben im PRIIPs-KID erfolgen unter Verwendung der sog. Renditeminderungsmethode (<i>Reduction in Yield</i>), die Kosten auf die empfohlene Haltedauer der Anlage verteilt. Dies gilt auch für einmalige Kosten wie der Ausgabeaufschlag bei Erwerb von Fondsanteilen. Dieser erscheint im PRIIPs-KID nicht in voller Höhe von z.B. 3 Prozent, sondern wird auf die empfohlene Haltedauer des Fonds umgelegt und unter Berücksichtigung der im moderaten Szenario errechneten Fondspersformance berechnet. Die MiFID II verlangt hingegen von WpDUs, Schwankungen und Spitzen der Kosten im Rahmen der ex-ante- und ex-post-Kosteninformationen zu veranschaulichen. Nach allgemeinem Verständnis bedeutet dies, dass etwa der Ausgabeaufschlag im Jahr seiner Erhebung zu zeigen ist; gleiches gilt für sonstige einmalige Kosten wie etwaige Rücknahmegebühren. Im Ergebnis sind die Angaben zu Produktkosten in aktuellen PRIIPs-KIDs für den Kostenausweis unter MiFID II nicht nur nicht verwertbar, sondern führen zu zusätzlichem Erläuterungsbedarf, wenn der Kunde die Unterschiede zwischen den Produktkosten im KID und in der MiFID-II-Information verstehen möchte.</p>	<p>Die Methoden zur Ermittlung und Darstellung der Produktkosten im PRIIPs-KID und nach MiFID II sollten vereinheitlicht werden. Der Kunde sollte die Angaben im PRIIPs-KID ins Verhältnis zu den Gesamtkosten nach MiFID II setzen können.</p>

Pflichten	Regeln	Erfahrungen	Verbesserungsvorschläge
Transaktionskosten	<p>PRIIPs: Anhang VI Nr. 9 bis 20 der PRIIPs-DVO</p> <p>MiFID II: § 63 Abs. 7 S. 4 WpHG Erwägungsgrund 79 S. 1 MiFID-DVO</p>	<p>Widersprüche bei Transaktionskosten: Im Vertrieb von Investmentfonds sind nach MiFID II und – ab 2022 – nach der PRIIPs-VO auch Transaktionskosten auszuweisen. Die in der PRIIPs-VO dafür vorgeschriebene Methode erfüllt allerdings nicht die Anforderungen an den Kostenausweis unter MiFID II, da sie in zahlreichen Konstellationen darauf abzielt, die Bewegung im Marktpreis der veräußerten bzw. erworbenen Vermögenswerte als sog. Market Impact zu erfassen. Dieser bildet aber unter MiFID II keinen relevanten Bestandteil der Kosten. Durch den Einfluss dieser Marktbewegung können die Berechnungsergebnisse nach PRIIPs erheblich verzerrt werden. Zum Teil führt die PRIIPs-Methode sogar zu insgesamt negativen Ergebnissen, sprich negativen Transaktionskosten. Die Aggregation dieser Kosten mit anderen Kostenelementen würde zu insgesamt niedrigeren Gesamtkosten des Fonds führen. Die Verwendung solcher Kostenzahlen im Vertrieb ginge mit hohen Haftungsrisiken einher.¹ Investmentfonds müssten deshalb ab 2022 für Zwecke des PRIIPs-KIDs und der MiFID-Kosteninformation zwei unterschiedliche Methoden zur Berechnung von Transaktionskosten anwenden. Fondsanleger würden im PRIIPs-KID und in der MiFID-II-Kosteninformation abweichende Angaben zu Transaktionskosten bekommen, was die Verwirrung über den Kostenausweis weiter steigern würde. Bereits heute rechnen viele Fondsanbieter die Transaktionskosten ihrer Fonds einmal nach der PRIIPs-Methode (für fondsgebundene Versicherungsprodukte, die bereits jetzt der PRIIPs-VO unterliegen) und einmal nach einem MiFID-II-konformen Ansatz, was unnötigen Aufwand und zusätzliche Kosten produziert.</p>	<p>Die PRIIPs-Berechnungsmethode sollte reformiert werden, um die Anforderungen an den Kostenausweis nach MiFID II (und IDD) zu erfüllen.</p>

¹ Beispiel: Der Fonds weist laufende Kosten von 1,5 Prozent auf. Nach der PRIIPs-Methode werden Transaktionskosten von -0,5 Prozent ermittelt. Dies kann vorkommen, wenn etwa der Fondsmanager verstärkt in fallenden Märkten Vermögenswerte kauft oder in steigenden Märkten verkauft. Auch bei schlechter Verfügbarkeit von Referenzpreisen, etwa in wenig liquiden Märkten, kann es zu Verzerrungen der Berechnung durch die Marktbewegung der Preise kommen. Würde der Fondsverwalter beide Kostenelemente, wie von MiFID II vorgesehen, aggregiert ausweisen, dann müsste er dem Anleger Gesamtkosten von 1 Prozent mitteilen, wohl wissend, dass die eigentlich entstandenen Kosten höher sind. Dies käme einer bewussten Fehlinformation der Anleger gleich.

Pflichten	Regeln	Erfahrungen	Verbesserungsvorschläge
		<p>Die Berechnung der Kosten für Sachwertefonds ist weder unter PRIIPs noch unter MiFID II hinreichend geklärt. Die offenen Fragen betreffen folgende wesentliche Bestandteile der Kostenstruktur, die sich maßgeblich auf die Höhe der Kosten auswirken können:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bewirtschaftungskosten der einzelnen Immobilien und anderer Sachwerte: Fraglich ist, ob Fonds, die direkt in Anlageobjekte wie Immobilien, Infrastrukturprojekte u.Ä. investieren, auch die auf Objektebene anfallenden Betriebs- und Instandhaltungskosten unter MiFID II berücksichtigen müssen, während z.B. bei Aktienfonds die Betriebskosten der Aktiengesellschaften außen vor bleiben. - Kreditzinsen für die Fremdfinanzierung des Sachwerterwerbs: Auch die Frage, ob im Zusammenhang mit der Fremdfinanzierung fällige Kreditzinsen als Finanzierungskosten unter MiFID II auszuweisen sind, ist weiterhin offen. Die Fremdfinanzierung von Sachwerten dient der Verbesserung der Rendite und ist fester Bestandteil einer effizienten Anlagestrategie. Sie ist nicht auf Anlagen durch Fonds beschränkt und sollte deshalb nicht als Kosten der Fondsanlage gelten. <p>Weitere Interpretationsansätze zur Angleichung der Kostenberechnung von Sachwertefonds haben wir mit der BaFin besprochen. Diese betreffen das Verständnis der Ertragsteuern auf Fondsebene für Zwecke der Kostenberechnung sowie mögliche Vorgehen zur Berechnung der Transaktionskosten. Hier lässt sich auf Grundlage der aktuellen Gesetzestexte bereits mit guten Argumenten ein gemeinsames Verständnis abstimmen. Dennoch hat uns die BaFin bis dato keinen Hinweis gegeben, ob sie die vorgeschlagene Auslegung mittragen kann. Im Ergebnis werden Kosten der Sachwertefonds derzeit unterschiedlich berechnet, was die Aufklärung der Anleger im Vertrieb stark erschwert.</p>	<p>Eine aufsichtliche Klarstellung zum Umgang mit Kosten im Rahmen von Sachwertefonds ist dringend erforderlich.</p>

Pflichten	Regeln	Erfahrungen	Verbesserungsvorschläge
Regelungen für Finanzportfolioverwaltung passen regelmäßig nicht auf die ausgelagerte Fondsverwaltung			
ex-post-Kostenausweis (Gesamtquote, Transaktionskosten)	§ 63 Abs. 7 WpHG Art. 50 MiFID-DVO	<p>Der Ausweis aggregierter Gesamtkosten als Schätzungen ex ante und einmal im Jahr ex post ist für die kurze und prägnante Information von Privatkunden konzipiert. Für KVGs als Kunden einer ausgelagerten Fondsverwaltung haben diese Informationen keinen Mehrwert. KVGs sind selbst verpflichtet, die Kosten der Fondsverwaltung für die gesetzlich vorgeschriebene Information der Fondsanleger zu ermitteln. Außerdem stellen sie für WpDUs, die Fondsanteile vertreiben, in der Regel MiFID-II-konforme Informationen zu ex-ante- und ex-post-Kosten des Fonds zur Verfügung. Diese umfassen Angaben zur Vergütung des externen Portfolioverwalters sowie zu Kosten der von ihm getätigten Geschäfte. Die dafür benötigten Daten werden auf Grundlage des Auslagerungsvertrags vom externen Verwalter übermittelt. Auf dieser Grundlage ermittelt die Fondsbuchhaltung der KVG die Kosten entsprechend der intern für alle Fonds angewandten Verfahren und Methoden. Die KVG ist insofern weder an den Kostenschätzungen noch an ex-post-Kosteninformationen des externen Verwalters interessiert. Dennoch kann sie unter MiFID II selbst als professioneller Finanzmarktteilnehmer nicht darauf verzichten. In der ausgelagerten Fondsverwaltung stellt die Pflicht zur Kosteninformation deshalb ein Ärgernis dar, das ausschließlich den bürokratischen Aufwand sowie die Kosten erhöht.</p>	Das Vertragsverhältnis zwischen einer KVG, die einen Fonds auflegt, und einem Finanzportfolioverwalter, den die KVG im Rahmen eines Auslagerungsvertrags nach KAGB mit der Verwaltung des Fonds beauftragt, sollte von der MiFID II ausgenommen werden. Zumindest sollte sie auf die Kosteninformationen im Sinne des Art. 50 MiFID-DVO zu verzichten können.
Geeignetheitstest	§ 64 Abs. 3 WpHG Art. 54 ff. MiFID-DVO	<p>Mit dem Geeignetheitstest sollen WpDUs sicherstellen, dass die Anlage auf die persönlichen Verhältnisse des Kunden zugeschnitten ist. Hierbei geht es darum, dass die Anlage:</p> <ul style="list-style-type: none"> - den Anlagezielen und der Risikobereitschaft des Kunden entspricht. Im Rahmen der ausgelagerten Fondsverwaltung gilt für den Portfolioverwalter die durch die KVG vorgegebene Anlagestrategie inklusive der Anlagegrenzen. Damit entsprechen Anlagen innerhalb der vorgegebenen Strategie den Anlagezielen und 	Das Vertragsverhältnis zwischen einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, die einen Fonds auflegt, und einem Finanzportfolioverwalter, den die KVG im Rahmen eines Auslagerungsvertrags nach KAGB mit der Verwaltung des Fonds beauftragt, sollte von

Pflichten	Regeln	Erfahrungen	Verbesserungsvorschläge
		<p>der Risikobereitschaft der KVG. Diese behält zudem bei Auslagerung der Portfolioverwaltung das Risikomanagement und managt damit die Risiken der Fondsanlagen;</p> <ul style="list-style-type: none"> - für den Kunden finanziell tragbar ist. Kunde ist die für den Fonds handelnde KVG, für den die Anlage finanziell tragbar ist, wenn sie der Strategie entspricht; - so beschaffen ist, dass der Kunde die Risiken verstehen kann. Dies ist bei der KVG, die für die Auflage des Fonds zugelassen ist, denknotwendig der Fall. <p>Die Prüfung der Geeignetheit im Rahmen der ausgelagerten Fondsverwaltung passt also regulatorisch nicht. Das Ergebnis des Geeignetheitstests ist durch die Vertragsbedingungen des Fonds, die die KVG bei der Auflage des Fonds mit dem Fondsanleger vereinbart und bei der Aufsicht einreicht, bereits vorgegeben. Die KVG trägt aufsichtsrechtlich die umfassende Verantwortung für den Fonds; das durch Auslagerung der Portfolioverwaltung beauftragte WpDU handelt in dem von der KVG vorgegebenen Rahmen.</p>	<p>der MiFID II ausgenommen werden. Zumindest sollten die Regelungen zur Eignungsbeurteilung im Verhältnis eines WpDU zu einer Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht gelten.</p>
<p>Berichtspflichten, inbs. Verlustschwellenreporting</p>	<p>§ 63 Abs. 12 WpHG Art. 59 - 63, Erwägungsgrund 93 MiFID-DVO</p>	<p>KVGs als professionelle Kunden der ausgelagerten Fondsverwaltung können vertraglich weder die Häufigkeit der Berichterstattung noch ihre Inhalte auf für sie wesentliche Informationen reduzieren. Dies produziert unnötigen administrativen Aufwand und Kosten. WpDUs, die etwa auf Portfoliomanagement-Lösungen für Fonds spezialisiert sind, mussten interne Prozesse aufsetzen und IT-Lösungen implementieren, um Berichtspflichten zu erfüllen, an denen ihre Kunden kein Interesse haben.</p> <p>Dies gilt insbesondere für die neu eingeführte Pflicht zum Verlustschwellenreporting in der Portfolioverwaltung, deren Umsetzung auf Grund der aufsichtlichen Hinweise der ESMA zur Berechnung der Reporting-Schwellen sehr aufwändig ist. Der externe Verwalter ist in der Regel über IT-Lösungen an die Systeme der KVG angebunden. Diese Systeme gewährleisten jederzeit Zugriff auf aktuelle Informati-</p>	<p>Das Vertragsverhältnis zwischen einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, die einen Fonds auflegt, und einem Finanzportfolioverwalter, den die KVG im Rahmen eines Auslagerungsvertrags nach KAGB mit der Verwaltung des Fonds beauftragt, sollte von der MiFID II ausgenommen werden. Zumindest sollte die KVG auf die standardisierte Berichterstattung sowie das Verlustschwellenreporting verzichten können („opt-out“). Als Minimum</p>

Pflichten	Regeln	Erfahrungen	Verbesserungsvorschläge
		<p>onen über die Zusammensetzung und Bewertung des Fondsportfolios und die Einzelheiten der ausgeführten Transaktionen. Die KVG hat nicht nur die Möglichkeit, jeden Tag den aktuellen Wert und die Entwicklung des Portfolios einzusehen, sondern muss diese Informationen für Zwecke der Berechnung des Nettoinventarwerts nutzen. Sie ist damit über die bereits bestehenden Systeme immer über die Wertentwicklung des Fondsportfolios informiert. Zusätzliche Berichte sind nicht erforderlich.</p>	<p>sollte Regelung in Art. 61 MiFID-DVO auf alle Berichtspflichten gegenüber professionellen Kunden ausgeweitet werden.</p>
<p>Reverse solicitation durch die KVG</p>	<p>Art. 46 (5), 3. Unterabsatz MiFIR ESMA Q&As 13.1 bis 13.3 zu Anlegerschutzthemen nach MiFID II und MiFIR</p>	<p>Die Möglichkeiten geeigneter Gegenparteien und geborener professioneller Kunden aus der EU, Wertpapierdienstleistungen aus Drittstaaten anzufragen und zu empfangen, wurde zuletzt durch die Q&As der ESMA erheblich eingeschränkt. Diese vor dem Hintergrund von Brexit politisch bedingten Restriktionen lassen z.B. die Erbringung einer laufenden Anlageberatung aus Drittstaaten effektiv gar nicht mehr im Rahmen von „reverse solicitation“ zu. Die Q&As der ESMA gelten für „reverse solicitation“ durch alle Kundengruppen, obwohl für geborene professionelle Kunden und insbesondere für Finanzmarktteilnehmer diesbezüglich kein Schutzbedarf besteht. Für deutsche KVGs, die spezialisierte Portfoliomanagement- oder Beratungsservices außerhalb der EU für die von ihnen verwalteten Fonds in Anspruch nehmen, sind diese Einschränkungen mit erheblichen Risiken für ihren Geschäftsbetrieb verbunden. Dienstleister aus Drittstaaten könnten die Geschäftsbeziehungen zu ihren EU-Kunden aufkündigen bzw. keine neuen EU-Kunden aufnehmen aus der Befürchtung heraus, ein zulassungspflichtiges Geschäft zu betreiben. Dies steht insbesondere zu befürchten, wenn die Auslegungsansätze der ESMA gesetzlich verankert werden sollten, was aktuell auf EU-Ebene diskutiert wird. Diese Entwicklung könnte sich nachteilig auf die Fähigkeit der europäischen Fondsverwalter auswirken, diversifizierte und hochqualitative Anlagelösungen für europäische Anleger anzubieten.</p>	<p>Das Vertragsverhältnis zwischen einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, die einen Fonds auflegt, und einem Finanzportfolioverwalter, den die KVG im Rahmen eines Auslagerungsvertrags nach KAGB mit der Verwaltung des Fonds beauftragt, sollte von der MiFID II ausgenommen werden. Zumindest sollten die Möglichkeiten der „reverse solicitation“ durch geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden nicht eingeschränkt werden. Die Q&As 13.1 bis 13.3 der ESMA sollten nur für „reverse solicitation“ nach Art. 42 MiFID II gelten.</p>

Anlage 2: Marktdatenversorgung

Die (EU-) Gesetzgebung ist im Hinblick auf den Nutzer effektiv schützende Vorschriften zur Bereitstellung und Nutzung von Finanzmarktdaten entlang zu überarbeiten oder zu ergänzen. Die Datengebühren sollten auf Grundlage der Grenzkosten für die Erstellung und Verbreitung der Daten bestimmt werden.

- Datenanbieter sollten – ausgehend von den Grundsätzen des Financial Stability Board (FSB) für Stammdatenhersteller¹ und der MiFID/MiFIR für Marktdatenangebote² – ihre Gebühren nur auf einem vertretbaren Niveau festsetzen dürfen. Die **Datengebühren sind grundsätzlich auf Grundlage der Erstellungs- und Verbreitungskosten zu bestimmen („cost recovery principle“)**. Es sollte – anders als bisher in der MiFID – aber nur die Erstattung der Grenzkosten verlangt werden dürfen, also der Kosten, die zusätzlich durch die Leistung des Anbieters entstehen. Der Anbieter kann dann nicht den gesamten Aufwand auf den Nutzer abwälzen, ohne dass die Vertretbarkeit dieser Kosten geprüft wird. Eine Börse könnte danach nicht mehr die Kosten des Betriebs des Handelssystems bei der Festlegung der Kosten für die Kursversorgungssysteme berücksichtigen. Im Rahmen einer kostenbasierten Preisfestsetzung kann den Datenanbietern nach der MiFID weiterhin eine vertretbare **Gewinnspanne** zugestanden werden, z.B. bei Kurs- und Preisdaten.
- Den Nutzern sind jährlich **nachrechenbare, aussagekräftige schriftliche Informationen über die wahren Kosten**, die Art der Preisfestsetzung einschließlich der verwendeten Kostenrechnungsmethoden und der spezifischen Grundsätze, nach denen direkte und variable Kosten anteilmäßig zwischen der Erstellung und der Verbreitung von Daten und anderen (ggf. von Dritten) erbrachten Dienstleistungen aufzuteilen sind, zur Verfügung zu stellen. Die nach MiFID/MiFIR notwendigen Kostenangaben³ erschöpfen sich heute teilweise in Wiederholungen des Gesetzestextes.⁴
- Die **Einhaltung des Kostenprinzips** ist zu begründen und durch den Prüfer zu bestätigen. Wie im LEI-System sind Überschreitungen der vertretbaren Gewinnspanne den Nutzern zurück zu gewähren.⁵
- Die **Verwendung von Stammdaten** (Identifikationscodes und beschreibende Daten) entlang der gesamten Wertschöpfungskette im Asset Management und im regulatorischen (MiFIR-) Reporting zu verwendender Finanzmarktdaten **sollte frei von Nutzungslizenzen („open source“)** erfolgen, wie vom FSB für die Unternehmensidentifikation mit LEI vorgegeben.⁶
- Sektorspezifisch ist sicherzustellen, dass sich **Datenanbieter nicht den Kostenregeln für regulierte Anbieter entziehen**. So sollten sich auch Börsen nicht durch Auslagerung des Datengeschäfts auf Konzerngesellschaften den auf sie anwendbaren „at cost“-Regeln entziehen können. Die ESMA hat in einem Bericht festgestellt, dass sich bereits die Ratingagenturen durch Auslage-

¹ Das „cost recovery principle“ bei Stammdaten hat seinen Ursprung in den Empfehlungen des FSB und wird in der FSB LEI ROC Charter „Recommendation 20“ und Art 9 GLEIF Statutes erwähnt:

<https://www.gleif.org/en/about/governance/statutes>

² Vgl. insb. Art 7 (1) und Art 11 (2)(e) MiFIR-Verordnung (EU) Nr. 2017/567 („MiFIR Ergänzungs-VO“)

³ Art 11 (2)(e) und Erwägungsgrund 5 MiFIR Ergänzungs-VO

⁴ Vgl. Deutsche Börse AG, Transparenzverpflichtungen für Marktdaten unter MiFIR, Stand 3. Jan. 2018, S. 6

⁵ Das vom FSB genehmigte LOU Master Agreement der Global Legal Entity Foundation sieht in Appendix 10 eine jährliche Überprüfung der Kostenbasis und Anpassung der zukünftigen Gebühren der angeschlossenen Stammdatenhersteller (LOU) vor: <https://www.gleif.org/en/about-lei/gleif-accreditation-of-lei-issuers/required-documents>

⁶ Vgl. Art. 9 GLEIF Statutes, aaO, „In particular, data access shall remain free to users“, FN. 16

zung des Datengeschäfts auf Konzerngesellschaften den anwendbaren „at cost“-Regeln entziehen.⁷

- **Börsen sollten primär daher ihren öffentlich-rechtlichen Auftrag umsetzen, eine Handels- und Abwicklungsinfrastruktur („utility“) bereitzustellen**, und die gewinngerichtete Geschäftsorientierung zulasten der Marktteilnehmer, insbesondere der Marktdaten- und Indexnutzer, zurücknehmen. Die naheliegende Quersubventionierung der teuren Infrastruktur für den Hochgeschwindigkeitshandel durch das erfolgreiche Markt- und Indexdatengeschäft auch mit KVGs sollte unterbleiben. Die Geschäftsbereiche sind dafür ausreichend zu trennen, aber ohne dass sich das Datengeschäft den zu reformierenden Kostenregeln für regulierte Handelsplatzanbieter entziehen kann.
- Daneben ist in der MiFID ebenfalls eine **Mindestregulierung von marktbeherrschenden Datenvendoren** wie Bloomberg, Refinitiv (Thomson Reuters) (Zwischenhändlern) im Hinblick auf Preisfestsetzung und Datenzugang vorzusehen. Datenvendoren schützen nicht ihre Kunden, sondern setzen Bedingungen der Vorlieferanten (z.B. Börsen) bei Nutzern, durch ohne deren Wirksamkeit ausreichend zu prüfen. Damit werden Datenunterbrechungen provoziert, die der Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes schaden.
- **Abschneiden vom Datenzugang vor Erlass eines rechtverbindlichen (Schieds-) Gerichtsurteils bei Datenlizenzstreitigkeiten ist als Verbotstatbestand im MiFID-Aufsichtsrecht zu definieren**, wenn durch das Abschneiden von Datenzugängen die Stabilität der Finanzmärkte gefährdet und/oder Endkunden geschädigt werden. In der Praxis scheitert eine effektive Rechtsdurchsetzung schon daran, dass der Datenanbieter den Datenlieferungsvertrag im Streitfall vorzeitig kündigt und der Nutzer kein Recht auf Weiterbelieferung hat. Einen Verlust des Datenzugangs kann der Nutzer bei für den Geschäftsbetrieb notwendigen Stamm-, Markt- und Unternehmensdaten nicht akzeptieren. Er wird daher regelmäßig auch ausbeuterische Preiserhöhungen hinnehmen, ohne einen ernsthaften Streit mit dem Anbieter zu riskieren. So hat die EU-Kommission festgestellt, dass Unternehmen nachgelagerter Marktstufen wie KVGs de facto von den Börsen derart abhängig sind, dass sie Informationen über Schwierigkeiten nur unter Geheimhaltung ihrer Identität und über Verbände kommunizieren.⁸ Nur in Ausnahmefällen kommt es zu einem Lieferstopp durch Datenanbieter, da die Nutzer eher zahlen, als großen Schaden für die KVG und Endkunden in Kauf zu nehmen. Einer der wenigen dokumentierten Fälle ist die Beendigung der US-ISIN-Versorgung durch den Datenhändler und Handelsplatzanbieter Bloomberg im Ordermanagementsystem TOMS.⁹
- Weitere notwendige Maßnahmen zur **Festlegung angemessener und nicht diskriminierender Preise bei natürlichen Monopolen** wie der Börsen in der MiFID sind:
 - **Klarstellung, dass Daten nicht als solche proprietär sind.** Kostenerstattung darf es nur für proprietäre Informationen geben. Datenanbieter wie Börsen berechnen regelmäßig Nutzungslizenzkosten für die gesamte Datenlieferung ohne diese Unterscheidung. Der Nutzer kann darüber nicht verhandeln, weil er anderenfalls von den für ihn maßgebenden Daten abgeschnitten wird.

⁷ Vgl. ESMA Thematic Report on fees charged by Credit Rating Agencies (CRAs) and Trade Repositories (TRs), 11. Januar 2018, S. 17 Rn. 61 ff, verfügbar unter: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-raises-concerns-fees-charged-cras-and-trade-repositories>

⁸ EU Kommission, Entsch. V. 1. Feb. 2012, Fall Nr. COMP/6166 - Deutsche Börse/NYSE Euronext, Rd. 1015.

⁹ Vgl. Rudolf Siebel, Bruno Schütterle, „Pay or Die“ – The Use of Standardised Identification Codes and Reference Data in Financial Services Regulatory reporting in Europe, in Handbuch der Finanzinformationen, S. 167 ff (S. 190 f).

- **Erleichterung der Angemessenheitsprüfung bei Preiserhöhungen durch Vermutungen.**
Es wird beispielsweise widerleglich vermutet, dass eine Preiserhöhung um mehr als xy % in bestimmten Datenmärkten missbräuchlich ist, es sei denn der Anbieter legt dar, dass diese Preiserhöhung durch erhöhte Kosten der effizienten Leistungsbereitstellung gerechtfertigt ist. Nach Presseberichten werfen z.B. der Indexanbieter Solactive und die Baader Bank der Deutschen Börse AG massive Preiserhöhungen für Marktdatenlieferungen von teilweise über 100 Prozent vor.¹⁰ Die Datengebühren zur Indexberechnung sind seit 1. Januar 2018 auf demselben (höchsten) bzw. bei EUREX order by order-Daten sogar höherem Niveau festgesetzt als die Preise (Tier1) für Handelsplattformanbieter.¹¹ Diese Preiserhöhungen für Kursdaten spiegeln sich in erheblichen Steigerungen von Umsatz und Erlös, aber ohne dass diesen massive Kostenerhöhungen im Geschäftsbereich Market Data + Services gegenüberstünden.¹²
- **Entbündelter Zugang:** Der Datenanbieter darf Nutzer nicht dazu zwingen, Pakete mit Leistungen in Anspruch zu nehmen, an denen der Nutzer kein Interesse hat, wie das im Parallelfall des Netzzugangs in der Telekommunikation anerkannt ist.
- **Verbot des „double dipping“:** Das entbündelte Datenangebot darf nicht dazu führen, dass der Nutzer mehrfach zahlt.
- **Verbot des „price walking“,** d.h. die Festsetzung von Preisen zunächst unterhalb der Einstandskosten verbunden mit jährlichen Preiserhöhungen danach, um z.B. Kunden anzulocken.¹³
- Schließlich sind **behördenorganisatorische Maßnahmen in der MiFID** vorzusehen:
 - **Einführung einer Regulierungsstelle für Marktmissbrauch bei Finanzdaten** bei den ESAs, der BaFin und/oder bei der Generaldirektion Wettbewerb der EU-Kommission oder dem Bundeskartellamt mit vollen Eingriffsrechten. Ausländische Wertpapieraufsichtsbehörden wie z.B. die UK-FCA oder die US-SEC haben auch wettbewerbsrechtliche Zuständigkeiten.
 - **Kooperationsabkommen mit Aufsichtsbehörden** anderer Mitgliedstaaten. Ermächtigung zum Austausch von Informationen aus Wettbewerbsermittlungen innerhalb der EU/zwischen EU und USA.
 - **Einführung eines anonymen Hinweisgebersystems der Regulierungsstelle für Marktmissbrauch bei Finanzdaten** ähnlich dem Bonussystem beim Bundeskartellamt.
 - **Einführung einer Whistleblowing-Regelung,** mit der der Whistleblower aus dem Unternehmen, das den Marktmissbrauch begangen hat, schadlos gestellt wird (z.B. Verbot der Kündigung oder anderer Benachteiligung). Zu überlegen ist, wie in den Vereinigten Staaten dem Whistleblower Zahlungen vom betroffenen Unternehmen zuzugestehen.

¹⁰ Vgl. „Kartellbeschwerde gegen Börsenbetreiber“, FAZ vom 13. Juli 2018, S. 18

Vgl. Simone Boehringer, „Datenpoker an den Börsen“, SZ vom 21. September 2018, S. 16

Vgl. Andreas Kroener, „EU securities-regulator probes pricing of stock data“, Handelsblatt online vom 12. Juli 2018

Vgl. für die Betroffenheit der EU Fondsmanager: Norma Cohen, „The hefty fees exchanges levy for data feeds must be challenged“, Opinion FTfm 10. September 2018

¹¹ Preisliste zum Kursvermarktungsvertrag der Deutsche Börse AG, gültig ab 1. November 2018, Version 10_8- Tabelle S.11

¹² Vgl. Gruppe Deutsche Börse/Deutsche Börse AG, Unternehmensbericht 2014, S. 121; Jahresbericht 2015, Teil Finanzbericht S. 41; Jahresbericht 2016, Teil Finanzbericht, S. 53

¹³ Vgl. Oxera, „Which direction is the FCA walking on prices?“, verfügbar unter: <https://www.oxera.com/which-direction-is-the-fca-walking-on-prices/>