

# MIFID II CORONA QUICK FIX

cepAnalyse Nr. 9/2020

## KERNPUNKTE

**Ziel der Richtlinie:** Die Kommission will den Verwaltungsaufwand für Finanzmarktakteure reduzieren, um Europas Erholung von den schwerwiegenden wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie zu unterstützen.

**Betroffene:** Anleger, Wertpapierfirmen, Handelsplätze und andere Finanzmarktteilnehmer.



**Pro:** (1) Die Aufhebung mehrerer Informationspflichten senkt den Verwaltungsaufwand für Investitionen, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen.

(2) Die Beschränkung der Positionslimitsregelungen auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und signifikante oder kritische Warenderivate macht die Regelungen effektiver.

(3) Die Ausdehnung der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte auf finanzielle Unternehmen beseitigt strukturelle Nachteile und gefährdet die Stabilität des Finanzsystems nicht.

**Contra:** –

**Vorschlag:** Die Vorschrift zum „Research Unbundling“ sollte vollständig abgeschafft werden. Es reicht aus, von den Wertpapierfirmen die Offenlegung der potenziellen Interessenskonflikte sowie der Kosten für die einzelnen Dienstleistungen zu verlangen.

Die wichtigsten Passagen im Text sind durch einen Seitenstrich gekennzeichnet.

## INHALT

### Titel

**Vorschlag COM(2020) 280** vom 24. Juli 2020 **für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU [MiFID II] im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Pandemie und Delegierte Richtlinie (EU) der Kommission .../... zur Änderung der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 zur Regelung über Finanzanalysen zu Emittenten mit geringer oder mittlerer Kapitalisierung und von festverzinslichen Instrumenten zur Unterstützung der Erholung von der COVID-19-Pandemie**

Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Seiten- und Artikelangaben auf den Kommissionsvorschlag.

### Kurzdarstellung

#### ► Hintergrund und Ziele

- Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente [MiFID II, 2014/65/EU, s. [cepAnalyse](#)] legt den EU-Rahmen für Wertpapierdienstleistungen und Handelsplätze fest.
- Die vorgeschlagene Richtlinie zur Änderung der MiFID II und der Vorschlag zur Änderung der delegierten Richtlinie beinhalten Änderungen der geltenden [S. 1].
  - Informationspflichten für Wertpapierfirmen, insbesondere hinsichtlich qualifizierter Kunden,
  - Anforderungen zur Trennung von Kosten für Finanzanalysen und Kosten für Ausführungsdienstleistungen ("Research unbundling"),
  - Anforderungen an den Handel mit Derivaten.
- Die Änderungen sollen den Verwaltungsaufwand für Wertpapierfirmen verringern und aufkommende derivative Märkte fördern, insbesondere hinsichtlich Energiederivaten [S. 1].
- Der Vorschlag ist Teil eines EU-Maßnahmenpakets für die Erholung der Kapitalmärkte. Das Paket enthält auch Änderungen an
  - der Prospektverordnung [(EU) 2017/1129, s. [cepAnalyse](#)], die die Schaffung eines Kurzprospekts („EU-Wiederaufbauprojekt“) zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung auf öffentlichen Märkten vorsehen [s. künftige [cepAnalyse](#)];
  - der Verbriefungsverordnung [(EU) 2017/2402, s. [cepAnalyse](#)] und der Verordnung zu den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Banken im Zusammenhang mit Verbriefungen [(EU) Nr. 575/2013], die Maßnahmen zur Erleichterung von Verbriefungen von Krediten vorsehen [s. künftige [cepAnalyse](#)].

#### ► Kundenkategorien in der MiFID II-Richtlinie

- Die MiFID II-Richtlinie gilt für qualifizierte Kunden und Kleinanleger [SWD(2020) 120, S. 12; Art. 4 Nr. 11 MiFID II].
- „Qualifizierte Kunden“ sind
    - geeignete Gegenparteien, also u. a. Finanzinstitute, nationale Regierungen und Zentralbanken, und
    - professionelle Kunden, d.h. Kunden, die als geeignete Gegenparteien gelten, sowie u.a. große Unternehmen.

- „Kleinanleger“ sind alle Kunden, die nicht als professionelle Kunden gelten.

#### ► Informationsanforderungen

##### **Standardkommunikationsform für Kundeninformationen**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen ihren Kunden Informationen auf einem "dauerhaften Datenträger", z.B. Papier, E-Mail, CD-ROM, bereitstellen [Art. 4 Abs. 1 Nr. 62 MiFID II]. Die Standardoption für die Bereitstellung der Informationen ist Papier, es sei denn, die Bereitstellung auf einem anderen Datenträger ist hinsichtlich des betriebenen Geschäft "angemessen", und die Kunden entscheiden sich ausdrücklich für einen anderen Datenträger [Art. 3 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565].
- Künftig gilt das "elektronische Format" als Standardoption und nicht mehr Papier. Kleinanleger können jedoch darum bitten, die Informationen auf Papier und kostenlos zu erhalten [Art. 1 Abs. 2, Art. 1 Abs. 4].

##### **Pflicht zur Bereitstellung von Informationen über Kosten und Gebühren**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen ihren Kunden Informationen über Kosten und Gebühren - z.B. die Kosten der Anlageberatung - bereitstellen [Art. 24 Abs. 4 MiFID II]. Gegenüber qualifizierten Kunden kann die Informationsbereitstellung unter bestimmten Voraussetzungen weniger umfassend sein [Art. 50 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565].
- Künftig gelten die Informationspflichten über Kosten und Gebühren nicht mehr für qualifizierte Kunden, außer bei der Anlageberatung und der Portfolioverwaltung [Art. 1 Abs. 7 und Art. 1 Abs. 8].
- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen Informationen über Kosten und Gebühren "rechtzeitig" vor der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (ex ante) bereitstellen [Art. 24 Abs. 4 MiFID II].
- Künftig können Wertpapierfirmen, wenn der Handel über Fernkommunikationsmittel (z.B. per Telefon) betrieben wird, solche Informationen auch "unmittelbar" nach Geschäftsabschluss (ex post) bereitstellen. Der Kunde muss jedoch mit der Verzögerung einverstanden sein und es muss ihm möglich sein, den Geschäftsabschluss bis zum Erhalt der Informationen hinauszuzögern [Art. 1 Abs. 4].

##### **Kosten-Nutzen-Analysen bei Wechseln**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen bei der Anlageberatung oder der Portfolioverwaltung eine Geeignetheitsprüfung ihrer Kleinanleger und professionellen Kunden vornehmen, d.h. u.a. prüfen, ob diese über die nötigen Kenntnisse in einem bestimmten Anlagebereich verfügen. Beinhalten die Dienstleistungen den Wechsel von Finanzinstrumenten, müssen die Wertpapierfirmen nachweisen, dass die Vorteile eines Wechsels die Kosten überwiegen [Art. 25 Abs. 2 MiFID II; Art. 54 Abs. 11 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565].
- Künftig ist eine Kosten-Nutzen-Analyse bei einem Wechsel nur noch bei Kleinanlegern nötig. Professionelle Kunden können sich jedoch dafür entscheiden, die Analyse weiterhin erhalten zu wollen [Art. 1 Abs. 5 und 7].

##### **Ex-post-Dienstleistungserklärungen und Berichte zur bestmöglichen Ausführung**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen ihren Kunden Ex-post-Erklärungen über die von den Kunden in Anspruch genommenen Dienstleistungen vorlegen, u.a. Verlustmeldungen bei einem Verlust in Höhe von 10% des Portfoliowerts [Art. 25 Abs. 6 MiFID II; Art. 59-63 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565].
- Künftig müssen Wertpapierfirmen solche Berichte qualifizierten Kunden nicht mehr bereitstellen. Professionelle Kunden können sich jedoch dafür entscheiden, die Berichte weiterhin zu erhalten [Art. 1 Abs. 7].
- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Handels- und Ausführungsplätze regelmäßig Berichte über die Qualität der Ausführung von Transaktionen an ihrem Handels- bzw. Ausführungsplatz veröffentlichen ("Berichte zur bestmöglichen Ausführung") [Art. 27 Abs. 3 MiFID II; Delegierte Verordnung (EU) 2017/575].
- In den nächsten zwei Jahren müssen Handels- und Ausführungsplätze die Berichte nicht veröffentlichen [Art. 1 (6)].

##### **Produktüberwachungsanforderungen bei Unternehmensanleihen**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen Produktüberwachungsanforderungen einhalten, d.h. Vorgaben, die sicherstellen, dass Finanzinstrumente den identifizierten Zielmärkten der Kunden entsprechen. Die Vorgaben gelten für alle Finanzinstrumente [Art. 24 Abs. 2 und Art. 16 Abs. 3 MiFID II].
- Künftig gelten die Produktüberwachungsanforderungen nicht mehr für Unternehmensanleihen mit "Make-whole-Klauseln" [Art. 1 (3) und (4)]. Make-Whole-Klauseln erlauben es Emittenten, Anleihen vor ihrer Fälligkeit zu kündigen. Sie schützen die Anleger in diesem Fall, da die Emittenten sowohl den Kapitalbetrag der Anleihe als auch den Nettogegenwartswert der Kupons an den Anleger auszahlen müssen [Art. 1 Abs. 2)].

#### ► Entflechtung von Kosten für die Finanzanalyse und Ausführungskosten („Research Unbundling“)

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen Kosten für die Finanzanalyse und die Kosten für die Ausführung von Aufträgen gesondert ausweisen ("Research Unbundling"). Wollen sie Finanzanalysen von Dritten nutzen, müssen sie dafür bezahlen [Art. 24 (13), MiFID II; Art. 13, Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593],
  - aus ihren eigenen Mitteln, oder
  - von einem separaten Konto für Finanzanalysen, das durch eine vom investierenden Kunden entrichtete spezielle Analysegebühr finanziert wird.
- Künftig können Wertpapierfirmen von diesen Anforderungen absehen, wenn es Finanzanalysen betrifft zu [Art. 1 Delegierte Richtlinie (EU) .../... zur Änderung der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593]

- Emittenten mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 1 Mrd. Euro in den letzten 12 Monaten, oder
- festverzinsliche Wertpapiere.
- Nutzen Wertpapierfirmen diese Opt-out-Möglichkeit, ist die gemeinsame Bezahlung von Finanzanalysen und Ausführungsdienstleistungen möglich. Wertpapierfirmen und Finanzanalyseanbieter müssen sich jedoch über die Höhe der auf die Analysen entfallenden Zahlungen einigen [Art. 1 Delegierte Richtlinie (EU) .../... zur Änderung der delegierten Richtlinie (EU) 2017/593].

► **Anforderungen an den Handel mit Derivaten**

**Positionslimits für Warenderivate**

- Nach der MiFID II-Richtlinie gibt es Positionslimits für die Größe der Nettopositionen, die ein einzelner Akteur in Warenderivaten halten darf, die an Handelsplätzen gehandelt werden, und in wirtschaftlich gleichwertigen außerbörslichen Kontrakten [Art. 57 Abs. 1 MiFID II].
- Künftig gelten die Positionslimits nur noch für Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse sowie kritische oder signifikante Warenderivate. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) legt in technischen Regulierungsstandards fest, welche dies sind. Bei der Spezifizierung kritischer oder signifikanter Warenderivate muss sie die Zahl der Marktteilnehmer, die zugrunde liegende Ware und den Umfang der offenen Positionen berücksichtigen [Art. 1 Abs. 9].

**Keine Positionslimits für Derivatepositionen, die Risiken reduzieren („Ausnahme für Sicherungsgeschäfte“)**

- Nach der MiFID II-Richtlinie gelten Positionslimits nicht für Derivatepositionen, die von oder für ein nichtfinanzielles Unternehmen gehalten werden und die Risiken im Zusammenhang mit deren Geschäftstätigkeit verringern ("Ausnahme für Sicherungsgeschäfte") [Art. 57 Abs. 1 MiFID II].
- Künftig wird die Nichtanwendung von Positionslimits für Derivate, die von oder für ein nichtfinanzielles Unternehmen gehalten werden und die Risiken im Zusammenhang mit deren Geschäftstätigkeit verringern auf Derivate ausgedehnt, die von oder für finanzielle Unternehmen gehalten werden, die Teil einer nichtfinanziellen Gruppe sind und die Risiken der Geschäftstätigkeit der nichtfinanziellen Unternehmen verringern [Art. 1 Abs. 9].

**Nebenaktivitätstest**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Marktteilnehmer nicht als Wertpapierfirmen zugelassen werden, wenn sie professionell mit Warenderivaten oder mit (Derivaten von) Emissionszertifikaten handeln und dieser Handel, auf Gruppenebene betrachtet, eine Nebentätigkeit zu ihrem Hauptgeschäft darstellt [Art. 2 Abs. 1 lit. j MiFID II].
- Die Marktteilnehmer müssen ihrer zuständigen Behörde jährlich mitteilen, dass sie von der Freistellung Gebrauch machen [Art. 2 Abs. 1 lit. j MiFID II]. Auf der Grundlage von zwei quantitativen Tests legt ein technischer Regulierungsstandard die Kriterien fest, wann eine Handelstätigkeit als Nebentätigkeit anzusehen ist [Art. 2 Abs. 4 MiFID II; Delegierte Verordnung (EU) 2017/592].
- Künftig müssen Marktteilnehmer nicht mehr melden, wenn sie von der Ausnahmeregelung Gebrauch machen. Auch wird nur qualitativ bestimmt, ob eine Nebentätigkeit vorliegt. Quantitative Tests entfallen [Art. 1 Abs 1].

## Stand der Gesetzgebung

24.07.2020	Annahme durch Kommission
Offen	Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

## Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschaft und Währung, Berichterstatter: Markus Ferber (EVP)
Bundesministerium:	Finanzen
Ausschüsse des Deutschen Bundestages:	Finanzen (federführend)
Modus der Entscheidungsfindung im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

## Formalien

Kompetenznorm:	Art. 53 Abs. 1 AEUV (Niederlassungsfreiheit)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

**Die Aufhebung mehrerer Informationspflichten sind vollumfänglich zu begrüßen, da sie den Verwaltungsaufwand für Investitionen senken, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen:**

Erstens: Die Informationsbereitstellung im elektronischen Format spart Kosten, senkt die Umweltbelastung und ist in einer zunehmend digitalisierten Wirtschaft angemessen.

Zweitens: Informationen über Kosten und Gebühren sind zwar wichtig, um fundierte Investitionsentscheidungen treffen zu können. Qualifizierte Kunden sind jedoch üblicherweise kompetent genug, Vertragsbedingungen mit Anbietern von Finanzdienstleistungen auszuhandeln. Sie benötigen daher – im Gegensatz zu Kleinanlegern – regelmäßig keinen regulatorischen Schutz durch standardisierte Informationspflichten zu Kosten und Gebühren. Die Kommission sollte die Ausnahmeregelung daher auch auf die Anlageberatung und die Portfolioverwaltung ausweiten oder zumindest Opt-out-Optionen für qualifizierte Anleger vorsehen.

Drittens: Durch die Möglichkeit, Informationen über Kosten und Gebühren bei der Nutzung von Fernkommunikationsmitteln künftig auch erst ex post zu erhalten, wird sichergestellt, dass Aufträge schneller bearbeitet werden können. Das verringert auch das Risiko nachteiliger Kursänderungen zwischen Informationsbereitstellung und Auftragsausführung. Dass diese Option nun allen Kunden gewährt wird, stellt zudem eine Gleichbehandlung im Handel sicher. Gleichzeitig ist der Anlegerschutz gewahrt, da Kunden nach wie vor das Recht haben, die Informationen ex ante zu erhalten. Viertens: Die Aufhebung der Produktüberwachungspflichten bei Unternehmensanleihen mit "Make-Whole"-Klauseln senkt die Kosten für deren Emittenten, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen. Solche Anleihen sind regelmäßig einfach strukturiert und sind auch für Kleinanleger leicht verständlich. Im Gegensatz zu ihrer Klassifizierung in der PRIIP-Verordnung [(EU) Nr. 1286/2014, s. [cepAnalyse](#)] sind die Anleihen häufig nicht komplex. Zudem bleiben zentrale Schutzmechanismen der MIFID II-Richtlinie – die Eignungs- und Angemessenheitsprüfungen – bestehen, wodurch der Anlegerschutz gewahrt bleibt. Da die vorgeschlagene Regelung nun allein Unternehmensanleihen mit diesen Klauseln betrifft, sollte die Kommission zeitnah prüfen, welche Finanzprodukte als komplex bzw. nicht-komplex einzustufen sind, um Wettbewerbsverzerrungen zwischen Finanzprodukten und ihren Emittenten zu vermeiden.

**Die Vorschrift zum „Research Unbundling“ sollte vollständig abgeschafft werden.** Die Erleichterungen für Emittenten mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 1 Mrd. Euro und für festverzinsliche Wertpapiere sollten für alle Emittenten und Wertpapiere gelten. **Es reicht aus, von den Wertpapierfirmen die Offenlegung der potenziellen Interessenkonflikte**, die mit einer solchen Bündelung verbunden sind, **sowie der Kosten für die einzelnen Dienstleistungen zu verlangen.** Dann können die Kunden frei entscheiden, welche Zahlungsweise sie bevorzugen. Darüber hinaus birgt die Aufhebung der Vorschrift zum „Research Unbundling“ allein für kleine Emittenten und festverzinsliche Wertpapiere die Gefahr neuer Wettbewerbsverzerrungen zwischen Emittenten und Finanzinstrumenten.

Mit der MiFID II-Richtlinie wurden Positionslimits beim Handel mit Warenderivaten eingeführt, um gegen Marktmissbrauch vorzugehen und für eine effizientere Preisbildung bei den den Derivaten zugrunde liegenden Rohstoffen – z.B. Öl, Metalle, Weizen – zu sorgen. Diese Ziele konnten jedoch insbesondere auf den Märkten für nicht-signifikante und nicht-kritische Warenderivate nicht erreicht werden. Stattdessen stellten Positionslimits für einige Derivatemärkte eine Wachstumsbarriere dar, insbesondere im Energiesektor, was auch ihre Liquidität beeinträchtigte. **Die Beschränkung der Positionslimitsregelungen auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und signifikante oder kritische Warenderivate macht die Regelungen daher effektiver.**

Die Möglichkeit für nichtfinanzielle Unternehmen, Ausnahmen für Absicherungsgeschäfte zu beantragen, war und ist angemessen, da der Derivatehandel dieser Unternehmen keine systemischen Risiken für das Finanzsystem schafft. Sie führt jedoch zu einer Diskriminierung von nichtfinanziellen Unternehmen, die finanzielle Unternehmen zum Zweck der Absicherung von Risiken im Zusammenhang mit ihren gewerblichen Aktivitäten einrichten. **Die Ausdehnung der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte auf diese finanziellen Unternehmen beseitigt diese strukturellen Nachteile sinnvollerweise und gefährdet**, durch die Beschränkung auf die Absicherung der Aktivitäten der nicht-finanziellen Unternehmen, **die Stabilität des Finanzsystems nicht.**

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Die Richtlinie wird zu Recht auf Art. 53 Abs. 1 AEUV über die Aufnahme und Ausübung selbständiger Erwerbstätigkeiten gestützt, da sie die nationalen Bestimmungen über Anlagetätigkeiten harmonisiert.

### Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

### Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

## Zusammenfassung der Bewertung

Die Aufhebung mehrerer Informationspflichten senkt den Verwaltungsaufwand für Investitionen, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen. Die Vorschrift zum „Research Unbundling“ sollte vollständig abgeschafft werden. Es reicht aus, von den Wertpapierfirmen die Offenlegung der potenziellen Interessenkonflikte sowie der Kosten für die einzelnen Dienstleistungen zu verlangen. Die Beschränkung der Positionslimitsregelungen auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und signifikante oder kritische Warenderivate macht die Regelungen effektiver. Die Ausdehnung der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte auf finanzielle Unternehmen beseitigt strukturelle Nachteile und gefährdet die Stabilität des Finanzsystems nicht.