

**11.03.22****Beschluss**  
des Bundesrates

---

**Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 in Bezug auf die Erhöhung der Marktdatentransparenz, die Beseitigung von Hindernissen für die Entstehung eines konsolidierten Datentickers, die Optimierung der Handelspflichten und das Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen**

**COM(2021) 727 final**

Der Bundesrat hat in seiner 1017. Sitzung am 11. März 2022 gemäß §§ 3 und 5 EUZBLG die folgende Stellungnahme beschlossen:

1. Die Anlage in Wertpapiere, insbesondere Aktien, erfuhr innerhalb der letzten Jahre deutschland- und EU-weit einen regelrechten „Boom“. Vor allem wurde dies ausgelöst durch eine neue Welle junger, nicht professioneller Anleger. Ihre Investitionen tätigen diese Kleinanlegende immer häufiger über schlanke und kostengünstige online Broker-Services.

Der Bundesrat weist deshalb besonders auf die Wichtigkeit der „best execution“-Regelungen des EU-Wertpapierregimes (MiFID II) hin, nach dem bei der Ausführung eines Auftrags das bestmögliche Ergebnis für den Anlegenden maßgeblich ist. Er begrüßt, dass die Kommission mit ihrem Vorschlag die Diskussionen diesbezüglich wieder in den Fokus rückt, und sich für das Ziel bestmöglicher Kleinanlegerpreise einsetzt – auch vor dem Hintergrund der Pressemitteilung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) vom 13. Juli 2021 zur Marktpraxis „Payment for Order Flow (PFOF)“.

2. Dies allein ist aus Sicht des Bundesrates jedoch nicht ausreichend, um sicherzustellen, dass Anlegende optimale Ergebnisse an den Kapitalmärkten erzielen können. Die Kommission hat zutreffend festgestellt, dass die EU-Wertpapiermärkte stark fragmentiert (inzwischen verteilt auf EU-weit über 400 Handels- und Ausführungsplätze) und zu wenig transparent sind. Die Kommission kommt zu dem Ergebnis, dass dies negative Auswirkungen auf die Mechanismen der Kursbildung, die Liquidität und die Ausführbarkeit von Aufträgen („trade execution“) hat. Dem kann mit einer Rückverlagerung von Geschäftsvolumina an transparente regulierte Märkte (wie Börsen) und mit insgesamt erhöhter Handelstransparenz (zum Beispiel in Form von „Consolidated Tapes“, also der Bündelung und Bereitstellung sämtlicher Marktdaten) begegnet werden.

Der Bundesrat begrüßt daher grundsätzlich eine europarechtliche Novellierung der Rahmenbedingungen für den konsolidierten Datenticker („Consolidated Tape Provider“, CTP). Seine Entstehung wäre geeignet, einen wesentlichen Beitrag zur Erreichung der Kapitalmarktunion zu leisten, insbesondere durch die Verbesserung der Markttransparenz im Bereich von Anleihen und des außerbörslichen Handels.

Allerdings fehlt dem Vorschlag der Kommission nach seiner Ansicht jedoch noch die zum Beseitigen der bestehenden Defizite nötige Konsequenz.

3. Fair sind Märkte letztlich nur, wenn alle Marktteilnehmenden und Anlegenden über die bestmöglichen Informationen zu Transaktionen an allen Handels- und Ausführungsplätzen der EU verfügen. Ein CTP kann dazu nur einen wichtigen Beitrag leisten, wenn er von den Marktteilnehmenden vollkommen verlässliche Daten erhält. Dementsprechend ist die Qualität der Daten, die ein CTP von den Marktdatenkontributoren erhält (alle Handels- und Ausführungsplätze der EU), Dreh- und Angelpunkt für den Nutzen von „Consolidated Tapes“. Doch an dieser Stelle liegen die Schwachstellen in der Praxis: Bisher ist die Datenqualität von Ausführungsplätzen (zum Beispiel Investmentbanken, die als systematische Internalisierer tätig sind) verglichen mit der von Handelsplätzen (Börsen, multilateralen Handelsgremien (MTFs)) niedriger – diese Einschätzung teilt die Kommission. Deshalb bittet der Bundesrat die Bundesregierung, bei den weiteren Beratungen auf EU-Ebene Folgendes zu berücksichtigen:
  - a) Für einen wirklichen Nutzen der geplanten „Consolidated Tapes“ müssen die Ausführungsplätze inhaltlich korrekte Daten liefern: Vollständig transpa-

rente Handelsplätze (wie Börsen) sorgen seit jeher für qualitativ hochwertige Nachhandelsdaten, die von der Öffentlichkeit eingesehen werden können. Hier gibt es keine Defizite. Bei Ausführungsplätzen hingegen hat man deutliche Defizite bei der Datenqualität festgestellt. Die unterschiedlichen Qualitätsstandards sollten angeglichen werden. Die Kommission schlägt dagegen umfassende Neuregelungen für alle Handels- und Ausführungsplätze vor, die den Fokus statt auf Datenqualität auf harmonisierte Datenformate und einen erweiterten Datenumfang legt (Artikel 22a, 22b MiFIR n. F.). Der Kommissionsvorschlag würde eine unverhältnismäßige Zusatzbelastung für transparente Handelsplätze darstellen, ohne einen Mehrwert zu bringen.

- b) Hinzu kommen erhebliche Bedenken gegen die mit Artikel 22b MiFIR n. F. einhergehenden zusätzlichen Kompetenzen der Kommission: Die Neuregelungen zu Datenformaten, Datenumfang und auch Datenqualität sollen von der Kommission durch delegierte Rechtsakte konkretisiert werden. Gleichzeitig will die Kommission eine Gruppe „sachverständiger Interessenträger“ einsetzen, die Beratungsarbeiten zu Qualität und Inhalt von Marktdaten erbringen und jährliche Empfehlungen aussprechen soll. Die Kommission soll die Empfehlungen in ihren delegierten Rechtsakten berücksichtigen.

Eine gegebenenfalls jährliche Anpassung der Datenstandards über delegierte Rechtsakte ist mit unverhältnismäßigem Verwaltungsaufwand verbunden und erhöht für alle Marktinfrastrukturen die Rechtsunsicherheit. Zudem ist nicht ersichtlich, wieso ein Beratergremium mit so umfangreichen Zuständigkeiten ausgestattet werden sollte. Vielmehr sollte die Erarbeitung notwendiger Standards der ESMA übertragen werden, gegebenenfalls unter Rückgriff auf öffentliche Konsultationen, an denen jeder betroffene Marktteilnehmende partizipieren kann.

4. Die Kommission weist in ihren Erwägungen zum Verordnungsvorschlag darauf hin, dass die gegenwärtigen Ausnahmen von der Vorhandelstransparenz (sogenannte Waiver) bei Geschäften mit Aktien maßgeblich für die hohen Handelsvolumina „im Dunklen“ („dark trading“) verantwortlich sind und die Kursbildung schädigen. Vor diesem Hintergrund nimmt die Kommission – erneut – Anpassungen an den „Waivern“ und deren Begrenzungsmechanismus vor (Artikel 4, 5, 14 MiFIR n. F.). In diesem Zusammenhang bittet der Bundesrat die Bundesregierung, unter dem Gesichtspunkt des Kleinanlegerschutzes zu prüfen,

- a) ob die Mindestauftragsgröße, ab der unter Ausnahme von der Vorhandels-  
transparenz (also „im Dunklen“) gehandelt werden darf, ausreichend ange-  
hoben wurde. Die Prüfung sollte sich sowohl auf Handelsplätze (Artikel 4  
MiFIR n. F.) als auch auf Systematische Internalisierer (Artikel 14 MiFIR  
n. F.) erstrecken. Im Vordergrund sollte stehen, ob die aktuelle Anhebung  
(mindestens doppelte Standardmarktgröße) den gewünschten Effekt für  
Kleinanlegende (bessere Kursbildung) erzielen kann.
  - b) ob das an sich zu begrüßende „Single Volume Cap“ (Artikel 5 MiFIR n. F.)  
für alle Arten von Handels- und Ausführungsplätzen gelten sollte. Es ist  
zwar positiv, dass „dark trading“ mit diesem Mechanismus ab Erreichen ei-  
nes bestimmten Handelsvolumens verboten wird. Es ist allerdings nicht  
nachvollziehbar, dass der Begrenzungsmechanismus ausschließlich für  
Handelsplätze gilt (regulierte Märkte (Börsen), MTFs, OTFs).
5. Der Bundesrat weist ferner darauf hin, dass die derzeitige Fassung die  
Sicherstellung gleicher Rahmenbedingungen für die Ausführungsplätze und die  
internationale Wettbewerbsfähigkeit der Marktinfrastrukturbetreiber negativ  
beeinflussen könnte. Es ist etablierte Praxis, dass Handelsplätze ihre Handels-  
daten vermarkten, bevor sie spätestens 15 Minuten nach Geschäftsabschluss  
kostenfrei veröffentlicht werden. Das Marktdatengeschäft ist für die Handels-  
plätze eine wesentliche Einnahmequelle. Durch die Schaffung des CTP in der  
vorgeschlagenen Form würde diese Einnahmequelle erheblich beschränkt, was  
sich negativ auf die Rentabilität im internationalen Vergleich auswirken könnte.  
Die vorgeschlagene Verpflichtung der Handelsplätze, dem CTP Marktdaten so  
nahe an der Echtzeit zur Verfügung zu stellen, wie dies technisch möglich ist,  
ohne dabei die IT-Systemstabilität zu beeinträchtigen, könnte zusätzlich erheb-  
liche Kosten für Investitionen in Infrastruktur bedeuten.
  6. Er ist der Auffassung, dass der Zeitpunkt, in dem Marktdaten dem CTP zur  
Verfügung gestellt werden müssen, angemessen bemessen werden sollte.
  7. Der Bundesrat bittet, das Erfordernis, Marktdaten so nahe an der Echtzeit, wie  
technisch möglich, ohne dabei die IT-Systemstabilität zu beeinträchtigen, zur  
Verfügung zu stellen, idealerweise auf eine Verzögerung von 15 Minuten zu  
begrenzen. Dies entspräche der bereits bestehenden Pflicht zur 15-minütigen  
Nachhandelstransparenz. Infrastrukturinvestitionen wären für die Handelsplätze

so besser plan- und umsetzbar, da für die erforderliche Geschwindigkeit der Datenübermittlung eine messbare Grenze bestünde. Ferner könnte die Markt-datenvermarktung zumindest in gewissem Umfang fortbestehen.

8. Der Vorschlag der Änderungsverordnung sieht vor, von der durch den CTP zu schaffenden Transparenz börsengehandelte Derivate und OTC-Derivate, die nicht der Clearingpflicht unterliegen, auszunehmen. Der Bundesrat bittet, im weiteren Rechtsetzungsverfahren zu prüfen, warum für bestimmte Instrumente die mit dem Vorschlag beabsichtigte Transparenz erforderlich sein soll, für andere aber nicht. Es erscheint nicht hinreichend begründet, weshalb bestimmte Derivate von der CTP-Regulierung ausgenommen werden sollen, wenn nicht ersichtlich ist, warum gerade für diese Instrumente weniger Transparenz und Anlegerschutz als für andere Produkte erforderlich sein sollte.
9. Der Bundesrat regt an, in dem durch Artikel 1 Nummer 10 des Vorschlages eingefügten Artikel 22a Absatz 1 Satz 1 MiFIR n. F. die Beschränkung der Bereitstellungspflicht der Marktdatenkontributoren auf OTC-Derivate, die der Clearingpflicht unterliegen, aufzuschieben, bis Untersuchungen einen klaren Nutzen einer solchen Beschränkung belegen, der die Kosten für Anleger und das Vertrauen in den Finanzmarkt durch den Verlust an Transparenz überwiegt. Bis dahin sollte Artikel 22a Absatz 1 Satz 1 MiFIR n. F. sich uneingeschränkt ausschließlich auf Derivate beziehen.
10. Er hält das geplante Verbot von PFOF in dem durch Artikel 1 Nummer 26 des Vorschlags eingefügten Artikel 39a MiFIR n. F. zum jetzigen Zeitpunkt für überstürzt. Das vorgesehene Verbot des PFOF würde Fakten schaffen, ohne dass zunächst eine hinreichende Analyse des Sachverhalts vorgenommen wurde.
11. Die ESMA führt aktuell noch bis Ende März 2022 laufende Analysen durch, um sich hier zunächst ein Bild zu machen, das dann Gegenstand von Handlungsempfehlungen für den europäischen Gesetzgeber sein kann. Eine effektive Kapitalmarktaufsicht sollte neue Marktpraktiken zwar auch kritisch beurteilen. Bevor aber ein so weitreichendes Mittel wie das pauschale Verbot einer Marktpraxis ergriffen wird, muss nach Auffassung des Bundesrates abschließend sichergestellt sein, dass diese Praxis eine derart große Gefahr für den Kapitalmarkt darstellt, dass ihr nicht auch anderweitig begegnet werden kann. Der

Bundesrat ist daher der Auffassung, dass eine angemessene Regelung zu PFOF erst erfolgen kann, wenn die ESMA die Ergebnisse ihrer laufenden Erhebung berichtet hat. Er schlägt daher vor, eine Entscheidung zum Geschäftsmodell PFOF bis zum Vorliegen des Ergebnisses der Untersuchung der ESMA auszusetzen, um eine abgewogene sachgerechte Regelung treffen zu können.

12. Der Bundesrat übermittelt diese Stellungnahme direkt an die Kommission.