



Brüssel, den 27. Juli 2020  
(OR. en)

9957/20

---

---

**Interinstitutionelles Dossier:**  
**2020/0152(COD)**

---

---

EF 178  
ECOFIN 680  
CODEC 693

### ÜBERMITTLUNGSVERMERK

---

Absender: Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag der  
Generalsekretärin der Europäischen Kommission

Eingangsdatum: 27. Juli 2020

Empfänger: Herr Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Generalsekretär des Rates der  
Europäischen Union

---

Nr. Komm.dok.: COM(2020) 280 final

---

Betr.: Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS  
UND DES RATES zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick  
auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die  
Positionslimits zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der  
COVID-19-Pandemie

---

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Dokument COM(2020) 280 final.

Anl.: COM(2020) 280 final



Brüssel, den 24.7.2020  
COM(2020) 280 final

2020/0152 (COD)

Vorschlag für eine

**RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES**

**zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Pandemie**

(Text von Bedeutung für den EWR)

{SWD(2020) 120 final}

## BEGRÜNDUNG

### 1. KONTEXT DES VORSCHLAGS

#### 1.1. Gründe und Ziele des Vorschlags

Die von der COVID-19-Pandemie ausgelöste Wirtschaftskrise hat die EU-Mitgliedstaaten hart getroffen. Aus diesem Grund bedarf es einer schnellen Reaktion zur Unterstützung der Kapitalmarktteilnehmer. In der Mitteilung der Kommission vom 13. März 2020 „Die koordinierte wirtschaftliche Reaktion auf die COVID-19-Pandemie“ unterstrich die Kommission, wie wichtig es ist, die Liquidität im europäischen Finanzsektor sicherzustellen und einer drohenden Rezession mithilfe von Maßnahmen auf allen Ebenen entgegenzuwirken. Darüber hinaus hat die Kommission am 27. Mai 2020 in ihrer Mitteilung „Die Stunde Europas: Schäden beheben und Perspektiven für die nächste Generation eröffnen“ zentrale Instrumente für die Unterstützung des europäischen Wiederaufbauplans zusammen mit Maßnahmen zur Wiederbelebung der Wirtschaft und zur Förderung privater Investitionen vorgestellt. In dieser Mitteilung betonte die Kommission zudem, dass Liquidität und der Zugang zu Finanzmitteln weiterhin eine Herausforderung für die Unternehmen bleiben werden.

Mit diesen gezielten Änderungen sollen die bestmöglichen Voraussetzungen zur Überwindung der aktuellen COVID-19-Pandemie für die europäischen Volkswirtschaften geschaffen werden. Die Regeln für Anlagedienstleistungen können dabei eine wichtige Rolle spielen, die europäischen Unternehmen bei ihrer Rekapitalisierung nach der Krise zu unterstützen. Durch die Änderung des Regelwerks für Warenderivate werden die Unternehmen aus der Realwirtschaft auf Schwankungen am Markt reagieren können. Gleichzeitig ermöglichen sie das Aufkommen neuer Warenkontrakte – ein weiterer wichtiger Aspekt, um die internationale Rolle des Euro weiter zu stärken. Mit der aktuellen Überarbeitung sollen zwei zentrale Ziele erreicht werden:

- Erleichterung von Investitionen in die Realwirtschaft
- Förderung einer raschen Rekapitalisierung der europäischen Unternehmen

Um sicherzustellen, dass Finanzinstitute und -vermittler ihrer zentralen Rolle zur Finanzierung der Realwirtschaft gerecht werden können, sind gezielte Änderungen bestimmter in der Richtlinie [2014/65/EU](#) („MiFID II“) enthaltenen Regelungen erforderlich. Bereits 2019 haben Interessenträger die Kommission gewarnt, dass einige Aspekte der Vertriebsvorschriften der MiFID II entweder überflüssig seien oder als eine zu hohe Belastung wahrgenommen werden. Angesichts der aktuellen COVID-19-Pandemie ist es umso wichtiger, überall dort formelle Hürden zu beseitigen, wo diese nicht unbedingt erforderlich sind. Zudem würden durch feiner abgestimmte Anforderungen für Anleger andere Ressourcen für die Bewältigung der von der COVID-19-Pandemie verursachten Folgen frei. Aus diesem Grund bemüht sich die Kommission um eine Anpassung dieser Bereiche, um so die richtige Balance zu erreichen zwischen ausreichender Transparenz gegenüber Kunden, einem höchsten Maß an Schutz sowie zumutbaren Compliancekosten für Firmen.

In diesem Zusammenhang zielt diese Änderung der MiFID II im Hinblick auf Anlagen in Finanzinstrumente darauf ab, die Verwaltungslast im Rahmen der Dokumentations- und Offenlegungspflichten zu reduzieren, welche im Gegenzug zu keiner entsprechenden Stärkung des Anlegerschutzes führen. Zudem kalibriert sie das Regelwerk für Positionslimits

und die entsprechende Ausnahme für Sicherungsgeschäfte neu, um so aufkommende Märkte für auf Euro lautende Finanzinstrumente zu fördern.

### **1.2. Kohärenz mit den bestehenden Vorschriften in diesem Bereich**

Während außerordentliche Maßnahmen beschlossen werden, um die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie abzumildern und die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen, steht dieser Vorschlag immer noch im Einklang mit den übergreifenden Zielen der MiFID II zur Förderung der Markttransparenz und -integrität und zur Stärkung des Anlegerschutzes.

### **1.3. Kohärenz mit der Politik der Union in anderen Bereichen**

Der Legislativvorschlag zur Änderung der MiFID II ist Teil einer Reihe von Maßnahmen zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung nach der COVID-19-Pandemie und enthält zudem Legislativvorschläge zur Änderung der Prospektverordnung<sup>1</sup> der Verbriefungsverordnung<sup>2</sup> und der Kapitaladäquanzverordnung<sup>3</sup>.

Dieser Legislativvorschlag soll zudem als Ergänzung der Ziele der Kapitalmarktunion dienen, die marktbasierenden Finanzierungsquellen für europäische Unternehmen zu diversifizieren und grenzüberschreitende Investitionen zu erleichtern.

Darüber hinaus muss diese Initiative in Einklang mit jeglichen Vorschlägen stehen, welche die Kommission in verschiedenen Politikbereichen plant, um die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die Kapitalmärkte abzumildern, einschließlich der zentralen Instrumente zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung, die die Kommission in ihrer Mitteilung „Die Stunde Europas: Schäden beheben und Perspektiven für die nächste Generation eröffnen“ vom 27. Mai 2020 vorgestellt hat.

## **2. RECHTSGRUNDLAGE, SUBSIDIARITÄT UND VERHÄLTNISSMÄßIGKEIT**

### **2.1. Rechtsgrundlage**

Die vorgeschlagene Änderung basiert auf derselben Rechtsgrundlage wie der geänderte Rechtsakt, d. h. Artikel 53 Absatz 1 AEUV, welcher Maßnahmen zur Angleichung der nationalen Bestimmungen bezüglich des Zugangs zur Aktivität von Wertpapierfirmen, regulierten Märkten und Datendienstleistern ermöglicht.

### **2.2. Subsidiarität (bei nicht ausschließlicher Zuständigkeit)**

Nach Artikel 4 AEUV sind EU-Maßnahmen zur Vollendung des Binnenmarkts im Lichte des in Artikel 5 Absatz 3 des Vertrags über die Europäische Union (EUV) dargelegten Subsidiaritätsprinzips zu bewerten. Das Ziel der vorgeschlagenen Maßnahmen ist die Ergänzung bereits bestehender EU-Vorschriften. Dieses Ziel kann daher am besten auf EU-

---

<sup>1</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.

<sup>2</sup> Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012.

<sup>3</sup> Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

Ebene, statt durch unterschiedliche nationale Initiativen erreicht werden. Finanzmärkte sind von Natur aus grenzüberschreitend und entwickeln sich immer stärker in diese Richtung. Die Bedingungen für den in diesem Umfeld stattfindenden Wettbewerb zwischen Firmen und Betreibern, einschließlich des Anlegerschutzes, müssen über Grenzen hinweg einheitlich sein und stehen heute im Mittelpunkt der MiFID II. Aufgrund dieser Integration wären einzelne nationale Eingriffe deutlich weniger effizient und würden eine Fragmentierung der Märkte und damit Aufsichtsarbitrage sowie eine Wettbewerbsverzerrung nach sich ziehen. So würden etwa unterschiedlich ausgeprägte Niveaus beim Anlegerschutz in den Mitgliedstaaten zu einer Fragmentierung der Märkte führen, die Effizienz beeinträchtigen und zu schädlicher Aufsichtsarbitrage führen.

### **2.3. Verhältnismäßigkeit**

Der Vorschlag trägt dem Prinzip der Verhältnismäßigkeit, nämlich dass die Handlungen der EU zum Erreichen der Ziele angemessen sein und nicht über das erforderliche Maß hinausgehen sollten, in vollem Maße Rechnung. Im Rahmen der vorgeschlagenen Maßnahmen zur Entlastung von Wertpapierfirmen wird das Prinzip der Verhältnismäßigkeit geachtet. Insbesondere wurde bei der Ausgestaltung dieser Regeln auf die Balance zwischen Anlegerschutz, der Effizienz der Märkte und den Kosten für die Industrie Wert gelegt. Die vorgeschlagenen Optionen wurden nicht nur einzeln auf ihre jeweilige Verhältnismäßigkeit geprüft. Auch wurde der Mangel an Verhältnismäßigkeit der bestehenden Regelungen als ein gesondertes Problem dargestellt. Angesichts der angemessenen Balance zwischen dem hier vorherrschenden öffentlichen Interesse und der Kosteneffizienz der Maßnahme sind die Änderungen daher mit dem Prinzip der Verhältnismäßigkeit vereinbar.

### **2.4. Wahl des Instruments**

Die Maßnahmen sollen durch Änderung der MiFID II mittels einer Richtlinie umgesetzt werden. Die vorgeschlagenen Maßnahmen beziehen sich auf oder entwickeln bereits bestehende Regelungen in diesen Rechtsinstrumenten. Artikel 53 Absatz 1 AEUV ermöglicht den Erlass von Rechtsakten in Form einer Richtlinie. Änderungen der Richtlinie 2014/65/EU können daher nur mittels einer Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rats zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU durchgeführt werden.

## **3. ERGEBNISSE DER EX-POST-BEWERTUNG, DER KONSULTATION DER INTERESSENTRÄGER UND DER FOLGENABSCHÄTZUNG**

### **3.1. Folgenabschätzung**

Dieser Vorschlag enthält keine gesonderte Folgenabschätzung. Angesichts der Dringlichkeit der zur wirtschaftlichen Erholung zu ergreifenden Maßnahmen wurde die Folgenabschätzung durch eine Kosten-Nutzen-Analyse ersetzt, die in Arbeitsunterlage zum Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte enthalten ist. Der Vorschlag zielt vorrangig darauf ab, den außergewöhnlichen Umständen im Zusammenhang mit der aktuellen COVID-19-Pandemie Rechnung zu tragen und eine optimale Anwendung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen und hohe Sicherheitsstandards für Kleinanleger bei gleichzeitig größerer Flexibilität für Großanleger zu gewährleisten und sicherzustellen, dass voll funktionsfähige Warenmärkte ihrer wichtigen Rolle für die Erholung der Volkswirtschaften in der EU gerecht werden können. Eine Analyse der vorgeschlagenen Maßnahmen ist in der Arbeitsunterlage zum Maßnahmenpaket zur Erholung der Kapitalmärkte enthalten.

### **3.2. Grundrechte**

Der Vorschlag achtet die Grundrechte sowie die Prinzipien der Charta der Grundrechte der Europäischen Union, insbesondere die unternehmerische Freiheit (Artikel 16) und den Verbraucherschutz (Artikel 38). Da dieser Vorschlag darauf abzielt, die Verwaltungslast für Wertpapierfirmen bei gleichzeitiger Wahrung der derzeit geltenden hohen Standards für Kleinanleger zu verringern, würde der Vorschlag zur Verbesserung der unternehmerischen Freiheit beitragen.

### **4. AUSWIRKUNGEN AUF DEN HAUSHALT**

Es ist nicht zu erwarten, dass der Vorschlag Folgen für den EU-Haushalt hat.

### **5. WEITERE ANGABEN**

#### **5.1. Durchführungspläne sowie Monitoring-, Bewertungs- und Berichterstattungsmodalitäten**

Da die Änderung darauf abzielt, die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie abzumildern, wäre eine zeitnahe Anwendung der Änderung am vorteilhaftesten. Es wird deshalb davon ausgegangen, dass die vorgeschlagene Änderung zum frühestmöglichen Zeitpunkt in Kraft treten sollte.

Zeitgleich sammelt die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) weiterhin die erforderlichen Daten, um die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf Wertpapierfirmen und die Investitionstätigkeit in Europa zu evaluieren und zu bewerten, wie sich die Pandemie auf die Märkte und die Arbeit der Aufsichtsbehörden auswirkt. So könnten die neuen politischen Maßnahmen in Zukunft bewertet werden. Darüber hinaus werden die Dienststellen der Kommission die aktuellsten Entwicklungen weiterhin sorgfältig beobachten und sich weiterhin in den entsprechenden Foren wie dem Europäischen Wertpapierausschuss (EWA) beteiligen.

Da die Kommission im Bedarfsfall Vertragsverletzungsverfahren aufgrund fehlender oder inkorrektter Umsetzung oder Anwendung der Legislativmaßnahmen einleitet, werden die Einhaltung und Durchsetzung dauerhaft sichergestellt. Verstöße gegen EU-Recht können über das Europäische Finanzaufsichtssystem (ESFS), einschließlich der national zuständigen Behörden und der ESMA, gemeldet werden.

#### **5.2. Ausführliche Erläuterung einzelner Bestimmungen des Vorschlags**

##### *5.2.1. Änderungen der Informationspflichten*

Mit den vorgeschlagenen Änderungen sollen bestimmte Anforderungen vorsichtig neu kalibriert werden, um eine angemessenere Balance zwischen dem Schutz von Anlegern einerseits und der Förderung von erstklassigen Anlagedienstleistungen andererseits zu erreichen. Um ein hohes Maß an Anlegerschutz für Kleinanleger zu gewährleisten, wird bei den Änderungen sorgfältig zwischen Kleinanlegern, professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien abgewogen. Auch wenn gewisse Erleichterungen alle Anlegerkategorien betreffen (z. B. schrittweise Abschaffung von Informationen in Papierform), werden sich die Änderungen am aktuellen Regelwerk vor allem auf Erleichterungen für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien konzentrieren.

Die folgende Tabelle bietet einen **Überblick** über die vorgeschlagenen Änderungen und zeigt an, welche Anlegerkategorien von diesen Änderungen betroffen sind:

<b>Änderungen der Informationspflichten</b>	
<b>Schrittweise Abschaffung der Standardkommunikation in Papierform.</b>	Mit den neuen Absätzen in Artikel 24 wird sichergestellt, dass Dokumente in elektronischer Form übermittelt werden. Kleinanleger haben jedoch eine Wahlmöglichkeit und können Informationen auf Wunsch weiterhin in Papierform erhalten.
<b>Offenlegung von Kosten und Nebenkosten:</b> Einführung einer Ausnahme für geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden bei anderen Dienstleistungen als Anlageberatung und Portfolioverwaltung.	Gemäß Artikel 29a und Artikel 30 sind geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden von den Regelungen zu Kosten und Nebenkosten ausgenommen, wenn andere Dienstleistungen als Anlageberatung und Portfolioverwaltung betroffen sind. Bei Verwendung von Fernkommunikationsmitteln sollten darüber hinaus alle Kunden aller Dienstleistungen in bestimmten Fällen direkt nach Geschäftsabschluss (Artikel 24 Absatz 4) Informationen über Kosten und Nebenkosten erhalten können.
<b>Erleichterung der nachträglichen Berichtspflicht:</b> Insbesondere die Berichtspflicht bezüglich der Verluste zum Tagesabschluss sorgt unter unerfahrenen Anlegern für eine kurzfristige Denkweise und fördert ein „Herdenverhalten“, welches einer informierten Analyse des Markts nicht förderlich ist. Professionelle Kunden haben hierbei eine Wahlmöglichkeit und können sich für den Erhalt dieser Informationen entscheiden.	Artikel 25 Absatz 6 wird zu den Maßnahmen hinzugefügt, von denen geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden ausgenommen sind und für die professionelle Kunden eine Wahlmöglichkeit erhalten.
<b>Aussetzung der Berichte zur bestmöglichen Ausführung:</b> In ihrer aktuellen Form werden Berichte zur bestmöglichen Ausführung von Anlegern nicht gelesen; gleichzeitig erhalten Wertpapierfirmen, die im Namen von Kunden als Käufer am Markt auftreten (Buy-Side), alle relevanten Informationen auf anderen Wegen (z. B. im Rahmen von Vermittlertreffen). Um den Aufwand bei der Erstellung dieser Berichte zu verringern, wird diese Pflicht ausgesetzt, bis eine mögliche Vereinfachung der Berichte im Rahmen einer Analyse geprüft wurde.	Ein neuer Unterabsatz wird zu Artikel 27 Absatz 3 hinzugefügt, der die Berichtspflicht vorübergehend außer Kraft setzt.

<p><b>Vereinfachung der Kosten-Nutzen-Analyse:</b> Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung müssen Firmen Informationen über den Kunden einholen, um eine Kosten-Nutzen-Analyse durchzuführen, wenn sie im Rahmen einer dauerhaften Geschäftsbeziehung zwischen Produkten „wechseln“. Für professionelle Kunden stellt dies eine unverhältnismäßig hohe Belastung dar.</p>	<p>Unter Artikel 25 Absatz 2 wird ein neuer Absatz eingefügt, der die Anforderungen für die Kosten-Nutzen-Analyse entsprechend der aktuellen Fassung in Artikel 54 Absatz 11 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 festlegt und eine Ausnahme zusammen mit einer Opt-in-Möglichkeit für professionelle Kunden hinzufügt.</p>
<p><b>Produktüberwachung:</b> Um die Finanzierung der Wirtschaft zu erleichtern, werden Anleihen mit Make-Whole-Klauseln von den Regeln zur Produktüberwachung ausgenommen.</p>	<p>Artikel 16 Absatz 3 Unterabsätze 2 bis 6 und Artikel 24 Absatz 2 werden nicht für Unternehmensanleihen mit Make-Whole-Klauseln gelten.</p>

### **Ausführliche Beschreibung der Maßnahmen:**

#### a) Schrittweise Abschaffung der Standardkommunikation in Papierform.

Aktuell müssen laut MiFID II alle Berichte und Informationen an Anleger auf einem „dauerhaften Datenträger“ bereitgestellt werden; dies umfasst auch elektronische Formate (z. B. E-Mail), aber die Papierform ist weiterhin die standardmäßige Kommunikationsmethode (dort, wo ein dauerhafter Datenträger vorgeschrieben ist). Da Kunden über umfassende Möglichkeiten verfügen, ihre Anlageportfolios online einzusehen (oder ihre Wertpapierfirma bei Bedarf zu kontaktieren), ist die Fülle von in Papierform bereitgestellten Stellungnahmen mittlerweile überflüssig. Die Einhaltung dieser im Rahmen von MiFID II eingeführten Regelung führt zu beträchtlichen Kosten für die Banken und zu einer Verlangsamung des Anlageprozesses.

Einige Firmen hatten während der COVID-19-Pandemie nicht nur Schwierigkeiten, Kunden Auskünfte in Papierform bereitzustellen, ferner entspricht diese standardmäßige Kommunikationsform auch nicht den Zielen, die von der Kommission im Rahmen ihres Grünen Deals und der Agenda zur Digitalisierung der Finanzbranche verfolgt werden. Da es angesichts des wirtschaftlichen Abschwungs infolge der COVID-19-Pandemie noch dringlicher ist, den Anlageprozess zu vereinfachen, um den europäischen Unternehmen weitere alternative Finanzierungsquellen an die Hand zu geben und Wertpapierfirmen in die Lage zu versetzen, Ressourcen effizienter einzusetzen, sollte für die gesamte Kommunikation mit Kunden standardmäßig ein elektronisches Format (entweder E-Mail, eine entsprechende Website oder ein elektronisches Postfach) verwendet werden. Die gewählte Standardoption sollte dann für die Bereitstellung aller Informationsmaterialien eingesetzt werden, um sicherzustellen, dass dem Kunden alle Informationen bequem an einem Ort zur Verfügung gestellt werden. Die Kommunikation in Papierform sollte daher so schnell wie möglich eingestellt werden. Kleinanleger haben immer noch die Möglichkeit, sich bei Wunsch dafür zu entscheiden, ihre Informationen in Papierform zu erhalten.

#### b) Einführung einer Ausnahme für geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden bei Informationen über Kosten und Nebenkosten

Die Informationen über Kosten und Nebenkosten sollen Anlegern eine grundlegende Transparenz hinsichtlich der Bepreisung gewährleisten und es Anlegern ermöglichen,



verschiedene Angebote miteinander zu vergleichen. Derzeit gelten die Informationspflichten im Hinblick auf Kosten und Nebenkosten gleichermaßen für alle Kundenkategorien. Professionelle Kunden, geeignete Gegenparteien und die ESMA<sup>4</sup> haben der Kommission jedoch übereinstimmend und wiederholt davon berichtet, dass diese Regelungen keinen Vorteil bringen, wenn andere Dienstleistungen als Portfolioverwaltung und Anlageberatung betroffen sind. Diese Kunden pflegen eine andere Beziehung zu ihren Wertpapierfirmen als Kleinanleger; mehrheitlich sind diese Marktteilnehmer nicht nur mit den Bedingungen am Markt und den Preisen der verschiedenen Anbieter vertraut, sondern nehmen selbst entscheidenden Einfluss auf die Bedingungen der jeweiligen Transaktion. In der Regel platzieren professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien zudem eine große Anzahl an, verglichen zu denen von Kleinanlegern, großvolumigen Aufträgen und legen großen Wert auf eine rasche Abwicklung. Großkunden unterwerfen somit Anlageberater und Vermittler beabsichtigt einem Wettbewerb um die Preise für die von ihnen angefragten Transaktionen. Dadurch erhalten diese Anlegergruppen mehr Einfluss und Kontrolle über die Preise als der durchschnittliche Kleinanleger. Durch die Erleichterung der Informationspflichten, von welchen laut Aussagen weder geeignete Gegenparteien noch professionelle Gegenparteien Gebrauch machen, werden die Informationen individuell angepasst und bieten Großkunden die Daten, die sie benötigen.

Die Verringerung des Verwaltungsaufwands hat im Zuge der COVID-19-Pandemie, die sowohl die Wirtschaft als auch das Finanzsystem innerhalb der EU unter erheblichen Druck setzt, noch weiter an Bedeutung gewonnen. Durch die Optimierung des Anlageprozesses für Großkunden werden den Unternehmen, die frisches Fremdkapital benötigen, voraussichtlich alternative Finanzierungsquellen zur Verfügung gestellt. Durch Hinzufügen eines neuen Artikels 29a und der Änderung von Artikel 30 Absatz 1 der MiFID II werden geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden von den Informationen über Kosten und Nebenkosten ausgenommen, wenn andere Dienstleistungen als Anlageberatung und Portfolioverwaltung betroffen sind. Für Kleinanleger bleibt die Regelung unverändert bestehen.

- c) Möglichkeit einer verzögerten Übermittlung von Kosteninformationen bei Verwendung von Fernkommunikationsmitteln

Artikel 24 der MiFID II enthält detaillierte Informationspflichten. In allen Kundenkategorien werden viele Transaktionen in der Regel über das Telefon oder online abgeschlossen. Kunden aller Kategorien erwarten mittlerweile eine unmittelbare Durchführung derartiger „Fernaufträge“ als standardmäßigen Bestandteil von Anlagedienstleistungen. Müssen vorab Informationen zu Kosten übermittelt werden, führt dies zu zeitlichen Verzögerungen und es kann zwischen Empfang und Durchführung eines Auftrags zu nachteiligen Kursentwicklungen kommen. Häufig wirkt sich die Regelung zur systematischen Vorabinformation über die Kosten nachteilig auf die Kunden aus. Unter diesen Umständen wären Vorabinformationen über Kosten weder zulässig noch zu rechtfertigen, da der Kunde so in der Zeit zwischen der Erstellung und schlussendlichen Bereitstellung von Kosteninformationen im Vorfeld einer Transaktion am Markt dem Risiko nachteiliger Kursentwicklungen ausgesetzt wäre.

Die COVID-19-Pandemie hat zu einer vermehrten Nutzung elektronischer Anlagedienstleistungen und somit zu einem gesteigerten Bedarf für eine effiziente und

---

<sup>4</sup> <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-advises-european-commission-inducements-and-costs-and-charges-disclosures>

schnelle Ausführung beim Handel über Online-Medien oder per Telefon geführt. Da die derzeitige Anwendung der Regelung zu Vorinformationen über Kosten für Marktteilnehmer, für die Zeit essenziell ist, zu Verzögerungen bei der Durchführung von Transaktionen führt und dies daher negative Auswirkungen auf die bestmögliche Ausführung hat, sollte es Kunden erlaubt sein, einer verzögerten Übermittlung der Informationsmaterialien über Kosten zuzustimmen.

d) Vereinfachung von Serviceberichten

Gemäß MiFID II müssen Wertpapierfirmen Kunden Ex-Post-Erklärungen zu den von ihnen erhaltenen Dienstleistungen zusenden. Geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden sollten vom Erhalt aller Ex-Post-Erklärungen ausgenommen werden. Professionelle Kunden sollten jedoch die Möglichkeit erhalten, sich für den Erhalt dieser Erklärungen zu entscheiden. Durch eine Wahlmöglichkeit für diese Kunden wird sichergestellt, dass diejenigen, die diese Erklärungen erhalten möchten, diese auch weiterhin erhalten, während im Gegenzug diejenigen, die keinen Vorteil durch den Erhalt derartiger standardisierter Informationen sehen, diese nicht erhalten.

Beispielsweise sind Firmen gemäß Artikel 25 Absatz 6 der MiFID II dazu verpflichtet, Kunden Serviceberichte im Nachgang einer Transaktion bereitzustellen. Hierbei handelt es sich um Verlustmeldungen, die ab einem Verlust in Höhe von 10 % des Portfoliowerts zu erstellen sind. Diese Berichte haben sich in der Vergangenheit für bestimmte Kunden als nicht nützlich oder gar verwirrend erwiesen, insbesondere dann, wenn die Märkte extrem volatil sind, wie dies während der COVID-19-Pandemie der Fall war. Anstatt Berichte herauszugeben, die aufgrund von Marktschwankungen oder einer einfachen Verwaltungsfrist erstellt werden müssen, hat die COVID-19-Pandemie gezeigt, dass individuell angepasste und rechtzeitige Informationen für Großkunden von deutlich höherer Bedeutung sind. Um sowohl Firmen als auch Kunden die Möglichkeit einzuräumen, ihren Fokus auf das Bereitstellen bzw. den Erhalt (d. h. die aktive Nutzung) von Informationen zu richten, die für sie relevant sind, wird die Pflicht zur Bereitstellung dieser Berichte für geeignete Gegenparteien nicht mehr gelten, während professionelle Kunden weiterhin die Wahl haben, diese zu erhalten oder nicht.

e) Opt-out-Möglichkeit für professionelle Anleger bei der Kosten-Nutzen-Analyse im Falle von Wechseln

Gemäß Artikel 25 Absatz 2 der MiFID II müssen Firmen eine Geeignetheitsprüfung bei der Erbringung von Anlageberatung oder Portfolioverwaltung durchführen. Diese Regelung gilt für Kleinanleger und professionelle Kunden. Geeignete Gegenparteien sind in Artikel 30 Absatz 1 ausgenommen. Bei professionellen Kunden müssen Wertpapierfirmen auf Anfrage<sup>5</sup> derartige Informationen einholen, insoweit diese erforderlich sind, um auf angemessener Grundlage bestimmen zu können, ob die empfohlene oder abgeschlossene Transaktion den Anlagezielen einschließlich der der Risikotoleranz des Kunden entspricht und ob der Kunde finanziell in der Lage ist, sämtliche mit seinen Anlagezielen einhergehenden Anlagerisiken zu tragen. Im Hinblick auf die in Anhang II Absatz I der MiFID II aufgeführten professionellen Kunden, können Wertpapierfirmen davon ausgehen, dass der Kunde in der Lage ist, die Anlagerisiken finanziell zu tragen.

Bei andauernden Geschäftsbeziehungen müssen Wertpapierfirmen derzeit eine Kosten-Nutzen-Analyse bestimmter Portfolioaktivitäten, unter anderem auch beim „Wechsel“

---

<sup>5</sup> Basierend auf Anhang II Kapitel II Absatz II der MiFID.

zwischen Produkten, durchführen. In diesem Zusammenhang müssen Wertpapierfirmen vor einem Produktwechsel die erforderlichen Informationen vom Kunden einholen und darlegen können, dass die Vorteile die Kosten überwiegen. Geeignetheitsprüfungen im Falle eines Produktwechsels sind für alle Portfolioaktivitäten vorgeschrieben und nicht nur für diejenigen Wechsel, für die sie gedacht sind, wie beispielsweise den Verkauf und Kauf von „äquivalenten“ Produkten (z. B. der Verkauf von Anteilen an einem europäischen Aktieninvestmentfonds und der Verkauf von Anteilen eines europäischen Aktien-ETF mit generell denselben Eigenschaften).

Zur Förderung einer schnellen Kapitalisierung der Realwirtschaft sollten Großkunden in der Lage sein, ihre Anlagestrategien so schnell wie möglich zu wechseln. Werden Wechsel erleichtert, wird dies auch ein Anreiz für Großkunden sein, in andere und neue Geschäftsmodelle zu investieren, womit in einer frühen Phase der wirtschaftlichen Erholung einer größeren Bandbreite an Firmen geholfen wird. Professionelle Kunden sollten deshalb entscheiden können, ob diese Maßnahme für sie gilt oder nicht. Dafür werden die materiellen Pflichten in ihrer aktuell in Artikel 54 Absatz 11 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 dargelegten Form zu Artikel 25 Absatz 2 der MiFID II hinzugefügt, und ein Verweis auf diese Regelung wird in einer Liste von Regelungen aufgenommen, von der professionelle Kunden ausgenommen sind, für die sie jedoch eine Opt-in-Möglichkeit erhalten.

#### f) Produktüberwachung

Die Produktüberwachungspflichten gelten derzeit für alle Finanzinstrumente und unabhängig vom Kunden, obwohl es scheinbar wenig vorteilhaft ist, die Besonderheiten von Festzinsanleihen bei Transaktionen zwischen geeigneten Gegenparteien zu bewerten. In ihren Leitlinien zur Produktüberwachung<sup>6</sup> hat die ESMA diesem Mangel an Verhältnismäßigkeit bereits in Teilen Rechnung getragen, indem sie zu weiterer Flexibilität bei „nicht komplexen Finanzinstrumenten“ rät.

Interessenträger im Rahmen der MiFID-II-Konsultationen haben Belege vorgelegt, dass die Produktüberwachungspflichten für bestimmte, häufig als „standardmäßige“ Titel bezeichnete Finanzinstrumente eine optimale Allokation von Kapital durch dynamische Sekundärmärkte verhindert haben. Angesichts der aktuellen Krise infolge der COVID-19-Pandemie ist es unerlässlich, die Ausgabe von Kapital zu erleichtern. Emittenten und Anleger müssen mit den richtigen Instrumenten ausgestattet werden, um leicht neues Kapital ausgeben und leicht auf eine größere Anlegerbasis zugreifen zu können. Je früher diese Instrumente einsatzfähig sind, desto besser ist dies für Unternehmen und Anleger gleichermaßen.

Der vorliegende Vorschlag hebt daher die Produktüberwachungspflichten für einfache Unternehmensanleihen mit Make-Whole-Klauseln (welche Maßnahmen zum Schutz von Anlegern sind) auf. Ziel dieser Ausnahmeregelung, die noch durch eine klare Regelung zu ergänzen wäre, dass eine Make-Whole-Klausel alleine diese Instrumente noch nicht zu einem verpackten Anlageprodukt für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP) macht, ist es, Kleinanlegern mehr festverzinsliche Unternehmensanleihen zugänglich zu machen. Diese gezielte Ausnahme gewährt Emittenten Zugang zu einem breiteren Anlegerpublikum, bietet anspruchsvollen Kleinanlegern eine größere Auswahl an Instrumenten und erhält den Schutz für Anleger aller Kategorien beim Handel mit komplexen Produkten aufrecht. Es ist ein wesentlicher Bestandteil eines Maßnahmenpakets zum Wiederaufbau, dass Kleinanleger

---

<sup>6</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43\\_620\\_guidelines\\_on\\_mifid\\_ii\\_product\\_governance\\_requirements\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43_620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_requirements_0.pdf)

die Möglichkeit erhalten, in festverzinsliche Produkte zu investieren, da diese maßgeblich zur Diversifizierung und Risikominderung beitragen.

g) Berichte zur bestmöglichen Ausführung

Gemäß Artikel 27 Absatz 3 der MiFID II muss jeder Handelsplatz und systematische Internalisierer für unter die Handlungspflicht aus den Artikeln 23 und 28 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 („MiFIR“) fallenden Finanzinstrumente und jeder Ausführungsplatz für andere Finanzinstrumente in regelmäßigen Abständen Informationen zur Durchführungsqualität der Transaktionen auf dem jeweiligen Handelsplatz öffentlich zugänglich machen. Im Rahmen dieser regelmäßigen Berichte sind Angaben zu Preisen, Kosten, Durchführungsdauer und Durchführungswahrscheinlichkeit einzelner Finanzinstrumente zu machen, welche im Einzelnen in der Delegierten Verordnung (EU) 2017/575 („RTS 27“) erläutert sind. Interessenträger weisen darauf hin, dass die Berichte nur selten von Anlegern gelesen werden, was sich anhand der Downloadzahlen auf ihren Websites belegen lässt. Es ist daher davon auszugehen, dass Anleger auf Grundlage dieser Daten keinen aussagekräftigen Vergleich zwischen Firmen anstellen können oder anstellen. Am Markt als Käufer für Kunden agierende Wertpapierfirmen haben uns darüber hinaus in Kenntnis gesetzt, dass sie alle relevanten Informationen zur bestmöglichen Ausführung über andere Wege erhalten (z. B. Vermittlertreffen). Angesichts der aktuellen Krise ist es noch dringlicher, die im Zuge der kostspieligen Erstellung von Berichten zur bestmöglichen Ausführung aufkommenden Mängel zu beheben. Die Stellungnahme der ESMA, dass Firmen ihre Bemühungen zur Veröffentlichung dieser Berichte aufgrund der außergewöhnlichen Umstände infolge der COVID-19-Pandemie hintenanstellen sollten, bescheinigt dies.<sup>7</sup>

Aus diesem Grund sollte die Pflicht zur Veröffentlichung von Berichten zur bestmöglichen Ausführung ausgesetzt werden. So würden derzeit zur Erstellung von Berichten eingesetzte Ressourcen frei, ohne dass Wertpapierfirmen und Handelsplätzen dabei hohe Kosten für die Umsetzung anfallen. Diese Maßnahme führt nicht zu einer Verringerung des Anlegerschutzes, da Anleger diese Berichte derzeit gar nicht lesen und Wertpapierfirmen, die für Kunden am Markt als Käufer agieren, die relevanten Informationen auf anderen Wegen erhalten. Bei der für 2021 geplanten vollständigen Überprüfung der MiFID II wird die Kommission beurteilen, ob die Pflicht zur Veröffentlichung dieser Berichte dauerhaft beseitigt werden sollte oder ob die Berichte in überarbeiteter Fassung neu einzuführen sind.

5.2.2. *Maßnahmen mit Auswirkungen auf Märkte für Energiederivate*

Mit den vorgeschlagenen Änderungen werden die Positionsbegrenzungsregelung sowie der Umfang der Ausnahme für Sicherungsgeschäfte umsichtig neu kalibriert, um sicherzustellen, dass aufkommende Märkte für auf Euro lautende Finanzinstrumente florieren können und Produzenten und Hersteller ihre Risiken bei gleichzeitiger Wahrung der Integrität der Warenmärkte absichern können; von der Neuregelung ausgeschlossen bleiben Sicherungsgeschäfte für landwirtschaftliche Grunderzeugnisse, insbesondere diejenigen, deren Basiswert aus Lebensmitteln für den menschlichen Verzehr besteht.

Die folgende Tabelle bietet einen Überblick über die vorgeschlagenen Änderungen:

---

<sup>7</sup> <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-clarifications-best-execution-reports-under-mifid-ii>.

## Änderungen im Bereich der Warenmärkte (mit Ausnahme der Landwirtschaft)

**Änderung der Positionslimits:** In seiner aktuellen Form hat sich die Positionsbegrenzungsregelung negativ auf die Liquidität neuer Warenmärkte ausgewirkt. Um sicherzustellen, dass sich neue Warenmärkte entwickeln können, werden Positionslimits auf **Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse oder auf als signifikant oder kritisch eingestufte Warenderivate** beschränkt.

Die ESMA wird beauftragt, einen Entwurf zu Regulierungsstandards auszuarbeiten, um festzulegen, für welche Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und für welche als signifikant oder kritisch eingestuftes Derivate Positionslimits gelten. Bei kritischen oder signifikanten Derivaten wird sich die ESMA an einer Bruttogröße an offenen Positionen von durchschnittlich 300 000 Einheiten in einem Einjahreszeitraum, der Anzahl der Marktteilnehmer und der zugrunde liegenden Ware orientieren. Bei Derivaten auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse wird der Fokus insbesondere auf diejenigen Derivaten liegen, die Nahrungsmittel für den menschlichen Verzehr als Basiswert haben.

**Streichung des Konzepts „derselbe Kontrakt“:** Konkurrieren Handelsplätze, auf denen Warenderivate auf Grundlage desselben Basiswerts und mit denselben Eigenschaften gehandelt werden, wirkt sich die derzeitige Definition des Begriffs „derselbe Kontrakt“ nachteilig auf den weniger liquiden Markt aus. Zur Gewährleistung eines Ermessensspielraums wird das Konzept „derselbe Kontrakt“ gestrichen und durch einen Ansatz ersetzt, der eine stärkere Kooperation zwischen den zuständigen Behörden (CAs) vorsieht.

**Stärkung der Positionsmanagementkontrollen:** Es bestehen erhebliche Unterschiede im Positionsmanagement von verschiedenen Handelsplätzen. Aus diesem Grund werden

Änderung von Artikel 57, wodurch der Umfang der Positionslimits auf Kontrakte auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und auf signifikante oder kritische Kontrakte begrenzt würde.

Änderung von Artikel 57 Absatz 6 bezüglich der Positionslimits für „dieselben Kontrakte“ und von Artikel 58 Absatz 2 bezüglich der Positionsmeldepflicht an die zentrale zuständige Behörde für dieselben Kontrakte.

Änderung von Artikel 57 Absatz 8, um gegebenenfalls den Zugang zu Informationen unter Buchstabe b auf Positionen auszuweiten, die in verbundenen Kontrakten auf anderen Handelsplätzen und OTC über Mitglieder und Teilnehmer gehalten werden.

<p>die Positionsmanagementkontrollen überall dort, wo dies erforderlich ist, gestärkt.</p> <p>Die ESMA erhält den Auftrag, den Inhalt der Positionsmanagementkontrollen unter Berücksichtigung der Merkmale der jeweiligen Handelsplätze weiter zu präzisieren.</p>	
<p><b>Einführung einer eng definierten Ausnahmeregelung für Sicherungsgeschäfte:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Diese Ausnahme für Sicherungsgeschäfte würde für Personen gelten, die, als Teil einer <b>überwiegend gewerblichen Gruppe</b>, als Wertpapierfirma registriert sind und im Auftrag der Gruppe handeln.</li> <li>– Zudem wird eine <b>Ausnahme für Positionslimits</b> für finanzielle und nichtfinanzielle Gegenparteien im Hinblick auf Positionen eingeführt, die aus Transaktionen zur <b>vorgeschriebenen Bereitstellung von Liquidität</b> resultieren.</li> </ul> <p>Die ESMA wird für die eng definierte Ausnahme für Sicherungsgeschäfte und die Ausnahme für die Bereitstellung von Liquidität damit beauftragt, ein Verfahren festzulegen, wie Personen die jeweilige Ausnahmeregelung anwenden können.</p> <p><b>Ausnahme von verbrieften Derivaten</b> von der Positionsbegrenzungsregelung, da die aktuelle Positionsbegrenzungsregelung die individuellen Eigenschaften dieser Instrumente nicht berücksichtigt.</p>	<p>In Artikel 57 Absatz 1 wird eine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte eingeführt für:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- finanzielle Gegenparteien, die im Namen einer gewerblichen Gruppe am Markt mit Positionen handeln, die dazu gehalten werden, um das Risiko der gewerblichen Einheiten der Gruppe abzumildern,</li> <li>- finanzielle und nichtfinanzielle Gegenparteien für Positionen, die objektiv messbar aus Transaktionen stammen, die abgeschlossen wurden, um der Verpflichtung gemäß Artikel 2 Absatz 4 Unterabsatz 4 Buchstabe c, einen Handelsplatz mit Liquidität zu versorgen, nachzukommen.</li> </ul> <p>In Artikel 57 Absatz 1 wird eine Ausnahme für unter Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 Buchstabe c definierte Finanzinstrumente eingeführt, die sich auf eine unter Anhang I Abschnitt C Nummer 10 in genannte Ware oder dort gelisteten Basiswert beziehen.</p>
<p><b>Vereinfachung des Nebentätigkeitstests</b>, da die quantitativen Tests zur Nebentätigkeit besonders komplex sind und den Status quo in Hinblick auf Personen, für die eine Ausnahmeregelung gelten, nicht verändert haben.</p>	<p>Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe j wird geändert, um alle quantitativen Elemente zu streichen.</p>

Die Maßnahmen bezüglich der Positionslimits und der Ausnahme für Sicherungsgeschäfte für Energiederivate sind miteinander verbunden. Soweit Positionslimits eine nützliche Rolle spielen, sollten gewerbliche Unternehmen von diesen nicht davon abgehalten werden, risikomindernde Transaktionen zu tätigen. Durch eine Einschränkung der

Positionsbegrenzungsregelung auf lediglich die am stärksten entwickelten Warenderivate, wird der Bedarf für Ausnahmeregelungen für Sicherungsgeschäfte geringer. Aus diesem Grund erwägt die Kommission gezielte Maßnahmen bezüglich der Ausnahme für Sicherungsgeschäfte in Verbindung mit Positionslimits für Derivate von kritischer Größe.

a) Positionsbegrenzungsregelung für Kontakte von kritischer Größe

Die COVID-19-Pandemie und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen haben die Mängel der unter der MiFID II geltenden Positionsbegrenzungsregelung und deren mangelnde Flexibilität verschärft. Verschiedene Positionslimits auf Märkten für Warenderivate haben sich als überholt erwiesen; gleichzeitig können diese nur im Rahmen eines langwierigen Veränderungsprozesses an die sich rasch verändernden Marktbedingungen angepasst werden. Die Positionslimits wären auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse, insbesondere auf Nahrungsmittel für den menschlichen Verzehr, und auf an Handelsplätzen notierte Warenderivate sowie auf wirtschaftlich gleichwertige OTC-Derivate (EOTC), die als signifikant oder kritisch eingestuft werden, beschränkt.

Die Kommission wird die ESMA mit einem Entwurf für technische Regulierungsstandards (RTS) beauftragen, um festzulegen, welche Eigenschaften Derivate haben müssen, um als signifikante oder kritische Derivate zu gelten, und um die Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse zu bestimmen, für die Positionslimits gelten, insbesondere die Derivate, deren Basiswert Lebensmittel zum menschlichen Verzehr sind. Die Kriterien für signifikante und kritische Derivate umfassen offene Positionen von 300 000 Einheiten in einem Jahr, die Anzahl der aktiven Marktteilnehmer und die zugrunde liegende Ware. Mithilfe eines Schwellenwerts für offene Derivatepositionen von ausreichenden Einheiten über den Zeitraum von einem Jahr wird sichergestellt, dass ausschließlich Derivate erfasst werden, deren Preis als Benchmark für die zugrunde liegende Ware dient. Der entsprechende Schwellenwert für kritische Derivate wird auf 300 000 Einheiten festgelegt; damit wird sichergestellt, dass lediglich die geeigneten signifikanten oder kritischen Warenderivate, die in der EU gehandelt werden, weiterhin Positionslimits unterliegen. Die weiteren Kriterien werden auf Ebene 2 festgelegt.

b) Gezielte Ausnahme für Sicherungsgeschäfte

Angesichts der gegenwärtigen Marktbedingungen kann bei Marktteilnehmern ein dringender Bedarf an Ausnahmen für Sicherungsgeschäfte entstehen. Unter Krisenbedingungen kann es ihnen jedoch schwerfallen, einen Antrag auf eine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte zu stellen, bevor ihre Handelsaktivität durch ein Positionslimit übermäßig eingeschränkt wird. MiFID II sieht für keine finanziellen Stellen eine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte vor. Vor dem Inkrafttreten der MiFID II entschieden sich einige gewerbliche Gruppen dafür, die Stelle, die in ihrem Namen die risikomindernden Transaktionen der gewerblichen Stellen der Gruppe ausführen, als Wertpapierfirmen zu registrieren. Da sie nun finanzielle Stellen sind, können diese Stellen innerhalb einer überwiegend gewerblichen Gruppe die Ausnahme für Sicherungsgeschäfte nicht beantragen. Die Ausnahme für Sicherungsgeschäfte sollte dann gelten, wenn in einer überwiegend gewerblichen Gruppe eine Person als Wertpapierfirma registriert ist und im Auftrag dieser gewerblichen Gruppe handelt. Die Ausnahme gilt für die von dieser finanziellen Gegenpartei gehaltenen Positionen, die objektiv messbar die Risiken der gewerblichen Aktivitäten der nichtfinanziellen Stellen der Gruppe mindern. Diese Ausnahme für Sicherungsgeschäfte sollte nicht als zusätzliche Ausnahme im Rahmen der Positionsbegrenzungsregelung angesehen werden; vielmehr handelt es sich hierbei um eine „Übertragung“ der Ausnahme für Sicherungsgeschäfte an die finanzielle Gegenpartei der Gruppe, welche andernfalls für die gewerblichen Stellen der Gruppe gelten würde.

Wie im Zuge der COVID-19-Pandemie ersichtlich wurde, stellt unter bestimmten Umständen die Bereitstellung von Liquidität selbst für die liquidesten Derivate eine Herausforderung dar. Aus diesem Grund führt die Kommission zudem eine Ausnahme für Positionslimits für finanzielle und nichtfinanzielle Gegenparteien ein, die Pflichten zur Bereitstellung von Liquidität unterliegen. Diese Ausnahme bezieht sich auf die Befreiung von Transaktionen, die zur verpflichtenden Bereitstellung von Liquidität an einem Handelsplatz abgeschlossen wurden, vom Nebentätigkeitstest.

c) Qualitativer Nebentätigkeitstest

Marktteilnehmer, die professionell mit Warenderivaten handeln, können von der Zulassung als Wertpapierfirma ausgenommen werden, wenn ihre Handelsaktivität eine Nebentätigkeit zu ihrem Hauptgeschäft darstellt. Marktteilnehmer müssen die zuständige Behörde über die Inanspruchnahme der Ausnahme jährlich in Kenntnis setzen und die im Rahmen der quantitativen Tests erforderlichen Informationen übermitteln. Diese quantitativen Tests sind besonders komplex und stellen während der Krise eine erhebliche Belastung für Marktteilnehmer dar, die ihre Geschäftstätigkeit fortführen. Der Nebentätigkeitstest wird erheblich vereinfacht. Ziel der vorgeschlagenen Vereinfachung des derzeitigen, stark technischen quantitativen Nebentätigkeitstests ist es, zu einem rein qualitativen Test zurückzukehren. Darüber hinaus wird die Ausnahme für Nebentätigkeiten in Bezug auf den Handel von Emissionszertifikaten auf Handelsplätzen in der EU und in Drittländern geprüft, um sicherzustellen, dass diese die Funktionsfähigkeit und die Ziele des EU-Emissionshandelssystems (EU-EHS) fördert.



Vorschlag für eine

## RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

### zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Pandemie

(Text von Bedeutung für den EWR)

DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DER RAT DER EUROPÄISCHEN UNION —  
gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, insbesondere auf Artikel 53 Absatz 1,

auf Vorschlag der Europäischen Kommission,

nach Zuleitung des Entwurfs des Gesetzgebungsakts an die nationalen Parlamente,

nach Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses,

gemäß dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Die COVID-19-Pandemie hat schwerwiegende Auswirkungen auf die Menschen, die Unternehmen, die Gesundheitssysteme und die Volkswirtschaften der Mitgliedstaaten. Die Kommission betonte in ihrer Stellungnahme an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen vom 27. Mai 2020 mit dem Titel „Stunde Europas: Schäden beheben und Perspektiven für die nächste Generation eröffnen“<sup>8</sup>, dass Liquidität und der Zugang zu Finanzmitteln in den kommenden Monaten eine Herausforderung bleiben werden. Es ist daher von entscheidender Bedeutung, die Erholung vom schweren wirtschaftlichen Schock infolge der COVID-19-Pandemie durch gezielte Änderungen an der Finanzgesetzgebung zu fördern. Die entsprechenden Maßnahmen werden unter dem Titel „Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte“ verschiedet.
- (2) Die Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>9</sup> über Märkte für Finanzinstrumente wurde 2014 als Reaktion auf die Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 verabschiedet. Diese Richtlinie hat das Finanzsystem innerhalb der Europäischen Union in erheblichem Maße gestärkt und ein hohes Maß an Schutz für Anleger in der gesamten Union sichergestellt. Es sollten weitere Maßnahmen in Betracht gezogen werden, um die aufsichtsrechtliche Komplexität zu verringern,

<sup>8</sup> COM/2020/456 final vom 27.5.2020.

<sup>9</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

Compliancekosten für Wertpapierfirmen zu senken und Wettbewerbsverzerrungen zu beseitigen.

- (3) Was die Anforderungen bezüglich des Anlegerschutzes betrifft, hat die Richtlinie 2014/65/EU ihr Ziel der Verabschiedung von Maßnahmen, die den Besonderheiten jeder Anlegergruppe (Kleinanleger, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien) in ausreichendem Maße Rechnung tragen, nicht in vollem Umfang erreicht. Einige der Anforderungen haben den Anlegerschutz nicht immer verbessert, sondern stattdessen die reibungslose Ausführung von Anlageentscheidungen behindert. Deshalb müssen bestimmte Regelungen dieser Richtlinie geändert werden, um eine bessere Balance zwischen dem Anlegerschutz einerseits und einer einfachen Bereitstellung von Wertpapierdienstleistungen und der Förderung von Anlagetätigkeiten andererseits zu erreichen.
- (4) Produktüberwachungspflichten können zu Einschränkungen im Verkauf von Unternehmensanleihen führen. Unternehmensanleihen mit „Make-Whole-Klauseln“ gelten in der Regel als sichere und einfache Produkte, die für Kleinanleger geeignet sind. Im Falle einer frühzeitigen Rückzahlung durch den Emittenten schützt eine derartige „Make-Whole-Klausel“ Anleger vor Verlusten, indem sie gewährleistet, dass diesen Anlegern ein Betrag in Höhe des Nettogegenwartswerts der Kupons gezahlt wird, die sie erhalten hätten, wenn die Anleihe nicht frühzeitig aufgekündigt worden wäre. Die Produktüberwachungspflichten sollten daher nicht mehr für Unternehmensanleihen mit derartigen „Make-Whole-Klauseln“ gelten.
- (5) Die von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) gestartete Sondierung hinsichtlich der Auswirkungen von Anreizen und der Pflichten zur Offenlegung von Kosten und Nebenkosten gemäß der Richtlinie 2014/65/EU und die öffentliche Konsultation der Kommission lieferten beide die Bestätigung, dass professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien keine standardisierten und obligatorischen Kosteninformationen benötigen, da sie die erforderlichen Informationen bereits während der Verhandlung mit ihrem Dienstleister erhalten. Diese Informationen werden auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten und sind in vielen Fällen weitaus präziser. Geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden sollten daher von diesen Pflichten zur Offenlegung von Kosten und Nebenkosten ausgenommen werden, es sei denn, es handelt sich um Dienstleistungen in den Bereichen Anlageberatung und Portfolioverwaltung, da professionelle Kunden, die Anlageberatungs- oder Portfolioverwaltungsleistungen in Anspruch nehmen, nicht unbedingt über die erforderliche Erfahrung oder die erforderlichen Kenntnisse verfügen, um eine Ausnahme von der Offenlegung von Kosten und Nebenkosten zu rechtfertigen.
- (6) Aktuell müssen Wertpapierfirmen eine Kosten-Nutzen-Analyse bestimmter Portfolioaktivitäten durchführen, wenn sie während einer dauerhaften Geschäftsbeziehung mit ihren Kunden die eingesetzten Finanzinstrumente wechseln. Wertpapierfirmen müssen daher die erforderlichen Informationen vom Kunden einholen und nachweisen können, dass die Vorteile derartiger Wechsel die Kosten überwiegen. Da dieses Verfahren eine übermäßige Belastung für professionelle Kunden ist, die regelmäßig zwischen Instrumenten wechseln, sollten diese von dieser Regelung ausgenommen werden, sich aber für die Inanspruchnahme der Regelung entscheiden können. Da Kleinanleger ein hohes Maß an Schutz benötigen, sollte diese Wahlmöglichkeit lediglich professionellen Kunden vorbehalten sein.

- (7) Kunden, die in einer dauerhaften Geschäftsbeziehung mit einer Wertpapierfirma stehen, erhalten entweder regelmäßig oder bei Eintreten bestimmter Ereignisse obligatorische Serviceberichte. Weder Wertpapierfirmen noch ihre professionellen Kunden halten diese Serviceberichte für nützlich. Diese Berichte haben sich insbesondere als wenig hilfreich für professionelle Kunden auf äußerst volatilen Märkten herausgestellt, da sie häufig und in großer Stückzahl bereitgestellt werden. Professionelle Kunden lesen diese Serviceberichte häufig nicht oder treffen schnelle Anlageentscheidungen, anstatt weiterhin eine langfristige Anlagestrategie zu verfolgen. Geeignete Gegenparteien sollten diese Serviceberichte deshalb nicht mehr erhalten, während professionellen Kunden die Möglichkeit eingeräumt werden sollte, sich für den Erhalt dieser Serviceberichte zu entscheiden.
- (8) Die Richtlinie 2014/65/EU hat Meldepflichten eingeführt, denen zufolge anzugeben ist, wie Aufträge zu den für den Kunden günstigsten Konditionen ausgeführt wurden. Die technischen Berichte enthalten große Mengen detaillierter quantitativer Informationen zum jeweiligen Handelsplatz, dem Finanzinstrument, dem Kurs, den Kosten und der Wahrscheinlichkeit der Ausführung. Sie werden nur selten von Anlegern gelesen, was sich anhand der sehr geringen Downloadzahlen auf den Websites der Wertpapierfirmen belegen lässt. Da Anleger keine aussagekräftigen Vergleiche auf der Grundlage dieser Daten anstellen können, sollte die Veröffentlichung dieser Berichte vorübergehend eingestellt werden.
- (9) Um die Kommunikation zwischen Wertpapierfirmen und ihren Kunden und damit den Anlageprozess selbst zu vereinfachen, sollten Anlageinformationen nicht mehr in Papierform bereitgestellt, sondern standardmäßig in elektronischer Form übermittelt werden. Kleinanleger sollten jedoch die Möglichkeit erhalten, die Informationen auf Wunsch weiterhin in Papierform zu erhalten.
- (10) Gemäß der Richtlinie 2014/65/EU können Personen, die professionell mit Warenderivaten, Emissionszertifikaten und Derivaten davon handeln, von der Zulassung als Wertpapierfirma ausgenommen werden, wenn ihre Handelsaktivität eine Nebentätigkeit zu ihrem Hauptgeschäft darstellt. Personen, die den Nebentätigkeitstest beantragen, müssen die zuständige Behörde jährlich darüber in Kenntnis setzen, dass sie von dieser Möglichkeit Gebrauch machen, und die erforderlichen Angaben für die zwei quantitativen Tests übermitteln, sodass festgestellt werden kann, ob ihre Handelsaktivität eine Nebentätigkeit zu ihrem Hauptgeschäft darstellt. Im Rahmen des ersten Tests wird der Umfang der spekulativen Handelsaktivität einer Person mit der gesamten Handelsaktivität innerhalb der Union auf Grundlage der Anlageklasse verglichen. Im zweiten Test wird der Umfang der spekulativen Handelsaktivität, einschließlich aller beinhalteten Anlageklassen, mit der gesamten Aktivitäten beim Handel mit Finanzinstrumenten dieser Person auf Gruppenebene verglichen. Für den zweiten Test besteht eine alternative Variante, bei der das für die spekulative Handelsaktivität veranschlagte Kapital mit dem auf Gruppenebene für das Hauptgeschäft tatsächlich eingesetzten Kapital verglichen wird. Diese quantitativen Tests sind äußerst komplex und haben nicht zu einer Veränderung des Status quo in Hinblick auf Personen geführt, die für die Ausnahme infrage kommen. Daher sollte die Ausnahme allein auf qualitativen Elementen beruhen. Für die Ausnahme infrage kommende Personen, einschließlich Market-Maker, handeln für eigene Rechnung oder erbringen andere Anlagedienstleistungen für Kunden oder Zulieferer ihres Hauptgeschäfts. Die Ausnahme kann in beiden Fällen auf individueller und aggregierter Basis beantragt werden, wenn es sich um eine Nebentätigkeit auf Gruppenebene handelt. Die Ausnahme sollte nicht für Personen infrage kommen, die

eine hochfrequente algorithmische Handelstechnik anwenden oder Teil einer Gruppe sind, deren Hauptgeschäft in der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Bankgeschäften besteht oder die als Market-Maker für Warenderivate tätig sind. Alle Bestimmungen in Bezug auf die quantitativen Elemente sollten gestrichen werden.

- (11) Die zuständigen Behörden müssen derzeit Positionslimits für die Größe einer Nettoposition festlegen und anwenden, die eine Person jederzeit in Warenderivaten, die an Handelsplätzen gehandelt werden, und in von der Kommission als wirtschaftlich gleichwertig eingestuften Over-The-Counter-Kontrakten (EEOTC) halten kann. Da sich herausgestellt hat, dass sich die Positionsbegrenzungsregelung nachteilig auf die Entwicklung neuer Warenmärkte auswirkt, sollten neu aufkommende Warenmärkte von der Positionsbegrenzungsregelung ausgenommen werden. Stattdessen sollten die Positionslimits nur für Warenderivate, die als signifikante und kritische Warenkontrakte eingestuft wurden, und deren EEOTC-Kontrakte gelten. Bei signifikanten und kritischen Derivaten handelt es sich um Derivate auf Energieerzeugnisse mit offenen Positionen von mindestens 300 000 Einheiten in einem Einjahreszeitraum. Aufgrund ihrer entscheidenden Bedeutung für die Bürgerinnen und Bürger gilt für landwirtschaftliche Grunderzeugnisse mit einem Basiswert, der für den menschlichen Verzehr bestimmt ist, und ihre EEOTC-Kontrakte weiterhin die derzeitige Positionsbegrenzungsregelung. Die ESMA sollte beauftragt werden, einen Entwurf für Regulierungsstandards auszuarbeiten, in denen festgelegt wird, welche landwirtschaftlichen Grunderzeugnisse mit einem für den menschlichen Verzehr vorgesehenen Basiswert und welche signifikanten oder kritischen Derivate den Positionslimits unterliegen. Bei signifikanten und kritischen Derivaten sollte sich die ESMA an den 300 000 Einheiten offener Positionen in einem Jahr, der Anzahl der Marktteilnehmer und der zugrunde liegenden Ware orientieren.
- (12) Die Richtlinie 2014/65/EU sieht für finanziellen Stellen keine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte vor. Mehrere überwiegend gewerbliche Gruppen, die eine finanzielle Stelle für ihre Handelszwecke eingerichtet haben, befanden sich in einer Situation, in der ihre finanzielle Stelle nicht den gesamten Handel für die Gruppe abwickeln konnte, da die finanzielle Stelle keinen Anspruch auf eine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte hatte. Daher sollte eine präzise definierte Ausnahme für Sicherungsgeschäfte für finanzielle Gegenparteien eingeführt werden. Diese Ausnahme für Sicherungsgeschäfte sollte gelten, wenn in einer überwiegend gewerblichen Gruppe eine Person als Wertpapierfirma registriert ist und im Auftrag dieser gewerblichen Gruppe handelt. Um diese Ausnahme für Sicherungsgeschäfte auf finanzielle Stellen zu begrenzen, die für die nichtfinanziellen Stellen in einer überwiegend gewerblichen Gruppe handeln, sollte die Ausnahme für Sicherungsgeschäfte für diejenigen Positionen gelten, die von dieser finanziellen Stelle gehalten werden und die objektiv messbar direkt mit der Geschäftstätigkeit der nichtfinanziellen Stellen der Gruppe verbundene Risiken mindern.
- (13) Auch bei liquiden Kontrakten ist in der Regel nur eine geringe Zahl von Marktteilnehmern als Market-Maker auf Warenmärkten tätig. Wenn diese Marktteilnehmer zur Anwendung von Positionslimits verpflichtet sind, können sie als Market-Maker nicht gleichermaßen effektiv sein. Aus diesem Grund sollte für finanzielle und nichtfinanzielle Gegenparteien eine Ausnahme von der Positionsbegrenzungsregelung für Positionen eingeführt werden, die aus Transaktionen zur vorgeschriebenen Bereitstellung von Liquidität resultieren.

- (14) Den individuellen Eigenschaften von verbrieften Derivaten wird durch die derzeit geltende Positionsbegrenzungsregelung nicht Rechnung getragen. Verbrieftes Derivate sollten deshalb von der Positionsbegrenzungsregelung ausgenommen werden.
- (15) Seit dem Inkrafttreten der Richtlinie 2014/65/EU konnten keine gleichen Warenderivatkontrakte erfasst werden. Aufgrund des Begriffs „derselbe Kontrakt“ in dieser Richtlinie wirkt sich die Methodik zur Bestimmung der Positionslimits für die anderen Monate nachteilig auf den Handelsplatz mit dem weniger liquiden Markt aus, wenn Handelsplätze bei Warenderivaten mit demselben Basiswert und denselben Merkmalen in Wettbewerb zueinander stehen. Daher sollte der Verweis auf „denselben Kontrakt“ in Richtlinie 2014/65/EU gestrichen werden. Die zuständigen Behörden sollten sich darüber einigen können, dass die Warenderivate, die auf ihren jeweiligen Handelsplätzen gehandelt werden, auf demselben Basiswert beruhen und dieselben Merkmale haben; in diesem Falle könnte der Ausgangswert für das Limit der anderen Monate auf dem liquiden Markt für dieses Wertpapierderivat als Richtwert für die Bestimmung der Positionslimits für die anderen Monate für die konkurrierenden Kontrakte, die auf dem weniger liquiden Markt gehandelt werden, dienen.
- (16) An den Handelsplätzen in der Union bestehen erhebliche Unterschiede hinsichtlich des Positionsmanagements. Aus diesem Grund sollten die Positionsmanagementkontrollen erforderlichenfalls gestärkt werden.
- (17) Um die weitere Entwicklung von auf Euro lautenden Warenmärkten in der EU sicherzustellen, sollte der Kommission zur inhaltlichen Ausgestaltung der Positionsmanagementkontrollen die Befugnis übertragen werden, in Übereinstimmung mit Artikel 290 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union Rechtsakte zu erlassen, in denen festgelegt wird, für welche Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und für welche kritischen oder signifikanten Derivate Positionslimits gelten sollten, um ein Verfahren zur Bestimmung der Personen zu erhalten, die eine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte für Positionen, die aus Transaktionen zur vorgeschriebenen Bereitstellung von Liquidität resultieren, beantragen können, sowie ein Verfahren zur Bestimmung der finanziellen Stellen, die Teil einer überwiegend gewerblichen Gruppe sind und eine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte im Hinblick auf Positionen beantragen können, die von dieser finanzielle Stelle gehalten werden und die objektiv messbar die direkt mit der Geschäftstätigkeit der nichtfinanziellen Stellen der Gruppe verbundenen Risiken mindern. Es ist von besonderer Bedeutung, dass die Kommission bei ihrer Vorbereitungsarbeit angemessene Konsultationen, auch auf Ebene der Sachverständigen, durchführt, die mit den Grundsätzen der Interinstitutionellen Vereinbarung vom 13. April 2016 über bessere Rechtsetzung<sup>10</sup> in Einklang stehen. Um insbesondere für eine gleichberechtigte Beteiligung an der Vorbereitung delegierter Rechtsakte zu sorgen, erhalten das Europäische Parlament und der Rat alle Dokumente zur gleichen Zeit wie die Sachverständigen der Mitgliedstaaten, und ihre Sachverständigen haben systematisch Zugang zu den Sitzungen der Sachverständigengruppen der Kommission, die mit der Vorbereitung der delegierten Rechtsakte befasst sind.
- (18) Das EU-Emissionshandelssystem (EU-EHS) ist die Leitinitiative der Europäischen Union, mit der die Dekarbonisierung der Wirtschaft in Übereinstimmung mit dem

---

<sup>10</sup> ABl. L 123 vom 12.5.2016, S. 1.

Europäischen Grünen Deal erreicht werden soll. Der Handel mit Emissionszertifikaten und Derivaten davon unterliegt der Richtlinie 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 und ist ein wichtiger Bestandteil des CO<sub>2</sub>-Markts der EU. Die Ausnahme für Nebentätigkeiten gemäß der Richtlinie 2014/65/EU bietet bestimmten Marktteilnehmern unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit, auf Märkten für Emissionszertifikate aktiv zu werden, ohne als Wertpapierfirmen zugelassen zu sein. In Anbetracht der Bedeutung geordneter, gut regulierter und beaufsichtigter Finanzmärkte, der bedeutenden Rolle des EHS für das Erreichen der Nachhaltigkeitsziele der EU und der Rolle, die ein gut funktionierender Sekundärmarkt für Emissionszertifikate für die Funktionsfähigkeit des EHS hat, ist es unabdingbar, die Ausnahme für Nebentätigkeiten so zu gestalten, dass sie zum Erreichen der genannten Ziele beiträgt. Dies ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn der Handel mit Emissionszertifikaten auf Handelsplätzen in Drittländern stattfindet. Zum Schutz der Finanzstabilität, der Marktintegrität, des Anlegerschutzes und gleicher Wettbewerbsbedingungen in der Union, zur Gewährleistung eines weiterhin transparent und robust funktionierenden EHS und im Interesse einer kosteneffizienten Reduktion von Emissionen sollte die Kommission die weitere Entwicklung des Handels mit Emissionszertifikaten und Derivaten davon innerhalb der Union und in Drittländern überwachen, die Auswirkungen der Ausnahme für Nebentätigkeiten auf das EHS bewerten und gegebenenfalls angemessene Änderungen hinsichtlich des Umfangs und der Anwendung der Ausnahme für Nebentätigkeiten vorschlagen.

- (19) Die Richtlinie 2014/65/EU sollte daher entsprechend geändert werden.
- (20) Das Ziel dieser Änderung ist die Ergänzung bereits bestehender Rechtsvorschriften der Union, was daher am besten auf Ebene der Union, statt durch unterschiedliche nationale Initiativen erreicht werden kann. Finanzmärkte sind von Natur aus grenzüberschreitende Märkte und entwickeln sich immer stärker in diese Richtung. Aufgrund dieser Integration wären einzelne nationale Eingriffe deutlich weniger effizient und würden eine Fragmentierung der Märkte und damit Aufsichtsarbitrage sowie eine Wettbewerbsverzerrung nach sich ziehen. Da die Ziele dieser Richtlinie, nämlich die Präzisierung bestehender Unionsvorschriften zur Gewährleistung einheitlicher und geeigneter Anforderungen an Wertpapierfirmen in der gesamten Union, auf Ebene der Mitgliedstaaten nicht ausreichend verwirklicht werden können, sondern vielmehr aufgrund ihres Umfangs und ihrer Wirkungen auf Unionsebene besser zu verwirklichen sind, kann die Union im Einklang mit dem in Artikel 5 des Vertrags über die Europäische Union verankerten Subsidiaritätsprinzip tätig werden. Entsprechend dem in demselben Artikel genannten Grundsatz der Verhältnismäßigkeit geht diese Richtlinie nicht über das für die Verwirklichung dieser Ziele erforderliche Maß hinaus.
- (21) Gemäß der Gemeinsamen Politischen Erklärung vom 28. September 2011 der Mitgliedstaaten und der Kommission zu Erläuternden Dokumenten<sup>11</sup> haben sich die Mitgliedstaaten verpflichtet, in begründeten Fällen zusätzlich zur Mitteilung ihrer Umsetzungsmaßnahmen eines oder mehrere Dokumente zu übermitteln, in denen der Zusammenhang zwischen den Bestandteilen einer Richtlinie und den entsprechenden Teilen nationaler Umsetzungsinstrumente erläutert wird. In Bezug auf diese Richtlinie hält der Gesetzgeber die Übermittlung derartiger Dokumente für gerechtfertigt —

---

<sup>11</sup> ABl. C 369 vom 17.12.2011, S. 14.

HABEN FOLGENDE RICHTLINIE ERLASSEN:

*Artikel 1*  
**Änderung der Richtlinie 2014/65/EU**

Die Richtlinie 2014/65/EU wird wie folgt geändert:

1. Artikel 2 wird wie folgt geändert:

a) in Absatz 1 erhält Buchstabe j folgende Fassung:

„j) Personen,

- i) die für eigene Rechnung mit Warenderivaten oder Emissionszertifikaten oder Derivaten davon handeln, einschließlich Market-Maker, aber mit Ausnahme der Personen, die Handel für eigene Rechnung treiben, wenn sie Kundenaufträge ausführen, oder
- ii) die in Bezug auf Warenderivate oder Emissionszertifikate oder Derivate davon andere Wertpapierdienstleistungen als den Handel für eigene Rechnung für die Kunden oder Zulieferer ihrer Haupttätigkeit erbringen,

sofern

- dies in jedem dieser Fälle auf individueller und aggregierter Basis auf der Ebene der Unternehmensgruppe eine Nebentätigkeit zu ihrer Haupttätigkeit darstellt,
- diese Personen nicht Teil einer Gruppe sind, deren Haupttätigkeit in der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Sinne der vorliegenden Richtlinie, in unter Anhang I der Richtlinie 2013/36/EU aufgeführten Tätigkeiten oder in der Tätigkeit als Market-Maker in Bezug auf Warenderivate besteht,
- diese Personen keine hochfrequente algorithmische Handelstechnik anwenden,
- diese Personen der zuständigen Behörde auf Anforderung die Grundlage mitteilen, auf der sie zu der Auffassung gelangen, dass ihre Tätigkeit nach den Ziffern i und ii eine Nebentätigkeit zu ihrer Haupttätigkeit darstellt;“;

b) Absatz 4 wird gestrichen.

2. Artikel 4 Absatz 1 wird wie folgt geändert:

a) Die folgende Nummer 8a wird eingefügt:

„8a) ‚Wechsel von Finanzinstrumenten‘ den Verkauf eines Finanzinstruments und Kauf eines anderen Finanzinstruments oder die Inanspruchnahme eines Rechts, eine Änderung im Hinblick auf ein bestehendes Finanzinstrument vorzunehmen;“;

b) die folgende Nummer 50a wird eingefügt:

„50a) ‚Unternehmensanleihen mit Make-Whole-Klauseln‘  
Unternehmensanleihen mit einer Klausel, die den Emittenten im Falle einer vorzeitigen Rückzahlung dazu verpflichtet, den Kapitalbetrag der Anleihe sowie den Nettogegenwartswert der Kupons an den Anleger zu

zahlen, die dieser erhalten hätte, wenn die Anleihe nicht frühzeitig gekündigt worden wäre.“;

c) die folgende Nummer 62a wird eingefügt:

„62a) ‚elektronisches Format‘ ein dauerhaftes Medium, das kein Papier ist.“

3. In Artikel 16 Absatz 3 wird folgender Unterabsatz angefügt:

„Die in den Unterabsätzen 2 bis 5 dargelegten Anforderungen gelten nicht für Unternehmensanleihen mit Make-Whole-Klauseln.“.

4. Artikel 24 wird wie folgt geändert:

a) In Absatz 2 wird folgender Unterabsatz angefügt:

„Dieser Absatz gilt nicht für Unternehmensanleihen mit Make-Whole-Klauseln.“;

b) in Absatz 4 wird folgender Unterabsatz angefügt:

„Wenn die Vereinbarung, ein Finanzinstrument zu kaufen oder zu verkaufen, unter Verwendung eines Fernkommunikationsmittels geschlossen wird, kann die Wertpapierfirma dem Kunden die Informationen über Kosten und Nebenkosten unmittelbar nach Geschäftsabschluss in elektronischer Form übermitteln, sofern die folgenden Bedingungen erfüllt sind:

- i) Die Wertpapierfirma hat dem Kunden die Möglichkeit eingeräumt, den Geschäftsabschluss zu verzögern, bis er die Informationen erhalten hat;
- ii) der Kunde hat eingewilligt, die Informationen kurz nach dem Geschäftsabschluss zu erhalten.“;

c) folgender Absatz 5a wird eingefügt:

„(5a) Wertpapierfirmen müssen ihren Kunden oder potenziellen Kunden alle gemäß dieser Richtlinie erforderlichen Informationen in elektronischem Format bereitstellen, es sei denn, der Kunde oder potenzielle Kunde ist ein Kleinanleger oder potenzieller Kleinanleger, der darum gebeten hat, die Informationen in Papierform zu erhalten; in diesem Fall müssen die Informationen kostenlos in Papierform bereitgestellt werden.

Wertpapierfirmen müssen Kleinanleger oder potenzielle Kleinanleger darüber in Kenntnis setzen, dass sie die Möglichkeit haben, die Informationen in Papierform zu erhalten.

Wertpapierfirmen müssen bestehende Kleinanleger, die die gemäß dieser Richtlinie erforderlichen Informationen bisher in Papierform erhalten haben, spätestens acht Wochen vor dem Versenden der Informationen in elektronischer Form darüber in Kenntnis setzen, dass sie diese in elektronischer Form erhalten werden. Wertpapierfirmen müssen bestehende Kleinanleger darüber in Kenntnis setzen, dass sie die Wahl haben, die Informationen entweder weiterhin in Papierform oder künftig in elektronischer Form zu erhalten. Wertpapierfirmen müssen bestehende Kleinanleger zudem darüber in Kenntnis setzen, dass ein automatischer Wechsel zum elektronischen Format vollzogen wird, wenn diese innerhalb der Frist von acht Wochen nicht mitteilen, dass sie die Informationen weiterhin in Papierform erhalten möchten.“.

5. In Artikel 25 Absatz 2 wird folgender Unterabsatz angefügt:



„Erbringen Wertpapierfirmen Anlageberatungs- oder Portfolioverwaltungsdienstleistungen, die einen Wechsel von Finanzinstrumenten umfassen, analysieren sie die Kosten und Vorteile der wechselnden Finanzinstrumente und informieren den Kunden darüber, ob die Vorteile eines solchen Wechsels von Finanzinstrumenten die im Rahmen des Wechsels anfallenden Kosten überwiegen oder nicht.“

6. In Artikel 27 Absatz 3 wird folgender Unterabsatz angefügt:

„Die in diesem Absatz dargelegte Berichtspflicht gilt erst ab [Datum des Inkrafttretens dieser Änderung der Richtlinie + 2 Jahre].“;

7. Folgender Artikel 29a wird eingefügt:

*„Artikel 29a*

### **Dienstleistungen für professionelle Kunden**

- (1) Die Anforderungen nach Artikel 24 Absatz 4 Buchstabe c gelten nicht für andere Dienstleistungen als Anlageberatung und Portfolioverwaltung, die professionellen Kunden erbracht werden.
- (2) Die Anforderungen nach Artikel 25 Absatz 2 Unterabsatz 3 und Artikel 25 Absatz 6 gelten nicht für Dienstleistungen, die professionellen Kunden erbracht werden, es sei denn, diese Kunden setzen die Wertpapierfirma schriftlich darüber in Kenntnis, dass sie von den durch diese Bestimmungen gewährten Rechten Gebrauch machen möchten.
- (3) Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass Wertpapierfirmen die in Absatz 2 genannten schriftlichen Anfragen aufzeichnen.“

8. Artikel 30 Absatz 1 folgende Fassung:

„(1) Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Wertpapierfirmen, die zur Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden, zum Handel für eigene Rechnung oder zur Entgegennahme und Weiterleitung von Aufträgen berechtigt sind, Geschäfte mit geeigneten Gegenparteien anbahnen oder abschließen können, ohne in Bezug auf diese Geschäfte oder auf Nebendienstleistungen in direktem Zusammenhang mit diesen Geschäften den Auflagen des Artikels 24 mit Ausnahme des Absatzes 5a, des Artikels 25, des Artikels 27 und des Artikels 28 Absatz 1 genügen zu müssen.“;

9. Artikel 57 wird wie folgt geändert:

- a) Absatz 1 erhält folgende Fassung:

„(1) Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die zuständigen Behörden in Übereinstimmung mit der von der ESMA im Rahmen der technischen Regulierungsstandards gemäß Absatz 3 entwickelten Berechnungsmethodologie Positionslimits für die Größe der Nettopositionen festlegen und anwenden, die eine Person jederzeit in Derivaten auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und kritischen und signifikanten Derivaten, die an Handelsplätzen gehandelt werden, und in wirtschaftlich gleichwertigen OTC-Kontrakten halten darf. Die Positionslimits werden auf der Grundlage aller Positionen festgelegt, die von einer Person oder aggregiert auf Gruppenebene für diese Person gehalten werden, um

- a) Marktmissbrauch zu verhindern,

- b) zu geordneten Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen beizutragen; dies beinhaltet, marktverzerrende Positionen zu verhindern und insbesondere eine Konvergenz zwischen den Preisen von Derivaten im Monat der Lieferung und den Spotpreisen für die zugrunde liegende Ware sicherzustellen, ohne dass die Preisbildung am Markt für die zugrunde liegende Ware davon berührt wird.

Die Positionslimits gelten nicht für:

- a) Positionen, die von oder für eine nichtfinanzielle Stelle gehalten werden und die objektiv messbar die direkt mit der Geschäftstätigkeit dieser nichtfinanziellen Stelle verbundenen Risiken mindern;
- b) Positionen, die von oder für eine finanzielle Stelle gehalten werden, die Teil einer nichtfinanziellen Gruppe ist und im Namen dieser nichtfinanziellen Gruppe handelt, und die objektiv messbar die direkt mit der Geschäftstätigkeit dieser nichtfinanziellen Gruppe verbundenen Risiken mindern;
- c) Positionen, die von finanziellen und nichtfinanziellen Gegenparteien gehalten werden und objektiv messbar aus Transaktionen stammen, die abgeschlossen wurden, um der Verpflichtung gemäß Artikel 2 Absatz 4 Unterabsatz 4 Buchstabe c, einen Handelsplatz mit Liquidität zu versorgen, nachzukommen.
- d) Wertpapiere im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 44 Buchstabe c, die mit einer unter Anhang I Abschnitt C Nummer 10 genannten Ware oder einem dort aufgeführten Basiswert in Verbindung stehen.”;

Die ESMA arbeitet Entwürfe technischer Regulierungsstandards aus, um ein Verfahren für finanzielle Stellen festzulegen, die Teil einer überwiegend gewerblichen Gruppe sind und eine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte für von dieser finanziellen Stelle gehaltene Positionen, die objektiv messbar die Risiken der gewerblichen Aktivitäten der nichtfinanziellen Stellen der Gruppe mindern, beantragen können. Die ESMA arbeitet Entwürfe technischer Regulierungsstandards aus, um ein Verfahren festzulegen, gemäß dem Personen eine Ausnahme für Sicherungsgeschäfte für Positionen beantragen können, die aus Transaktionen stammen, die abgeschlossen wurden, um der Verpflichtung, einen Handelsplatz mit Liquidität zu versorgen, nachzukommen.

Die ESMA übermittelt der Kommission diese Entwürfe technischer Regulierungsstandards spätestens [neun Monate nach Inkrafttreten dieser Richtlinie].

Der Kommission wird die Befugnis übertragen, die in Unterabsatz 1 genannten technischen Regulierungsstandards gemäß den Artikeln 10 bis 14 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zu erlassen.“;

- b) die Absätze 3 und 4 erhalten folgende Fassung:

„(3) Die ESMA erarbeitet Entwürfe technischer Regulierungsstandards, um die in Absatz 1 genannten Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und kritischen oder signifikanten Warenderivate zu spezifizieren und um die Berechnungsmethodologie zu bestimmen, nach der die zuständigen Behörden die Positionslimits in Spot-Monaten und anderen Monaten für effektiv

gelieferte oder bar abgerechnete Warenderivate auf der Grundlage der Eigenschaften der entsprechenden Derivate festzulegen haben.

Bei der Bestimmung von kritischen oder signifikanten Warenderivaten berücksichtigt die ESMA folgende Faktoren:

- a) offene Positionen in einem Umfang von durchschnittlich 300 000 Einheiten in einem Jahr
- b) die Anzahl der Marktteilnehmer
- c) die dem jeweiligen Derivat zugrunde liegende Ware.

Bei der Festlegung der in Unterabsatz 1 genannten Berechnungsmethodologie berücksichtigt die ESMA folgende Faktoren:

- a) die lieferbare Menge der zugrunde liegenden Ware
- b) die Gesamtheit der offenen Positionen bei diesem Derivat und die Gesamtheit der offenen Positionen bei anderen Finanzinstrumenten, denen dieselbe Ware zugrunde liegt
- c) die Anzahl und Größe der Marktteilnehmer
- d) die Merkmale des zugrunde liegenden Warenmarkts, einschließlich Produktions- und Verbrauchsmodellen sowie Modellen für den Transport zum Markt
- e) die Entwicklung neuer Derivate
- f) die Erfahrung von Wertpapierfirmen oder Marktbetreibern, die einen Handelsplatz betreiben, und von anderen Rechtsordnungen in Bezug auf die Positionslimits.

Die ESMA übermittelt der Kommission die in Unterabsatz 1 genannten Entwürfe technischer Regulierungsstandards spätestens [neun Monate nach Inkrafttreten dieser Richtlinie].

Der Kommission wird die Befugnis übertragen, die in Unterabsatz 1 genannten technischen Regulierungsstandards gemäß den Artikeln 10 bis 14 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zu erlassen.“;

(4) Eine zuständige Behörde legt auf der Grundlage der von der ESMA im Einklang mit Absatz 3 entwickelten technischen Regulierungsstandards für kritische oder signifikante Kontrakte auf Warenderivate, die an Handelsplätzen gehandelt werden, und für Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse Positionslimits auf Grundlage der im Rahmen der gemäß Absatz 3 von der ESMA erlassenen technischen Regulierungsstandards entwickelten Berechnungsmethodologie fest. Diese Positionslimits gelten auch für wirtschaftlich gleichwertige OTC-Kontrakte.

Eine zuständige Behörde überprüft die Positionslimits im Falle erheblicher Änderungen am Markt, einschließlich einer erheblichen Änderung der lieferbaren Menge oder der offenen Positionen, auf der Grundlage der von ihr ermittelten lieferbaren Menge und offenen Positionen und berechnet die Positionslimits im Einklang mit der von der ESMA entwickelten Berechnungsmethodologie neu.“;

- c) die Absätze 6, 7 und 8 erhalten folgende Fassung:

„(6) Werden Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und kritische oder signifikante Derivate mit demselben Basiswert und denselben Eigenschaften in erheblichen Volumina an Handelsplätzen in mehreren Hoheitsgebieten gehandelt, legt die zuständige Behörde des Handelsplatzes, auf welchem das größte Volumen gehandelt wird („zentrale zuständige Behörde“), das einheitliche Positionslimit fest, das für den gesamten Handel mit diesem Derivat gilt. Die zentrale zuständige Behörde konsultiert im Hinblick auf das anzuwendende einheitliche Positionslimit und jede Überarbeitung dieses einheitlichen Positionslimits die zuständigen Behörden der anderen Handelsplätze, an denen große Volumina dieses Derivats gehandelt werden. Zuständige Behörden, die mit der Festlegung eines einheitlichen Positionslimits durch die zentrale zuständige Behörde nicht einverstanden sind, legen schriftlich die vollständigen und ausführlichen Gründe dar, warum aus ihrer Sicht die in Absatz 1 festgelegten Voraussetzungen nicht erfüllt sind. Meinungsverschiedenheiten zwischen den zuständigen Behörden werden von der ESMA beigelegt.

Die zuständigen Behörden der Handelsplätze, an denen Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und kritische oder signifikante Warenderivate mit demselben Basiswert und denselben Eigenschaften gehandelt werden, sowie die zuständigen Behörden der Inhaber von Positionen in diesen Derivaten treffen Vereinbarungen für eine Zusammenarbeit, einschließlich des Austauschs einschlägiger Daten, um die Überwachung und Durchsetzung des einheitlichen Positionslimits zu ermöglichen.

(7) Die ESMA überprüft mindestens einmal im Jahr, wie die zuständigen Behörden die Positionslimits umgesetzt haben, die mit der von der ESMA gemäß Absatz 3 entwickelten Berechnungsmethodologie festgelegt wurden. Dabei stellt die ESMA sicher, dass ein einheitliches Positionslimit gemäß Absatz 6 tatsächlich für die Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und kritische oder signifikante Kontrakte mit demselben Basiswert und denselben Eigenschaften gilt, ungeachtet dessen, wo diese gehandelt werden.

(8) Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Wertpapierfirmen oder Marktbetreiber, die einen Handelsplatz betreiben, an dem Warenderivate gehandelt werden, Positionsmanagementkontrollen durchführen, die unter anderem die Befugnis des Handelsplatzes umfassen, um

- a) die offenen Kontraktpositionen jeder Person zu überwachen,
- b) von jeder Person Zugang zu Informationen, einschließlich aller einschlägigen Unterlagen, über Größe und Zweck einer eingegangenen Position oder offenen Forderung, über wirtschaftliche oder tatsächliche Eigentümer, etwaige Absprachen sowie alle zugehörigen Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten zu erhalten, gegebenenfalls auch zu Positionen, die in verbundenen Kontrakten auf anderen Handelsplätzen und OTC über Mitglieder und Teilnehmer gehalten werden,
- c) von jeder Person die zeitweilige oder dauerhafte Auflösung oder Reduzierung einer Position zu verlangen und — falls der Betreffende dem nicht nachkommt — einseitig geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um die Auflösung oder Reduzierung sicherzustellen,

- d) von jeder Person zu verlangen, zeitweilig Liquidität zu einem vereinbarten Preis und in vereinbartem Umfang eigens zu dem Zweck in den Markt zurückfließen zu lassen, die Auswirkungen einer großen oder marktbeherrschenden Position abzumildern.

Die ESMA erarbeitet Entwürfe technischer Regulierungsstandards zur inhaltlichen Spezifizierung der Positionsmanagementkontrollen und berücksichtigt dabei die Eigenschaften des jeweiligen Handelsplatzes.

Die ESMA übermittelt der Kommission diese Entwürfe technischer Regulierungsstandards spätestens [neun Monate nach Inkrafttreten dieser Richtlinie].

Der Kommission wird die Befugnis übertragen, die in Unterabsatz 1 genannten technischen Regulierungsstandards gemäß den Artikeln 10 bis 14 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zu erlassen. “.

10. Artikel 58 Absatz 2 erhält folgende Fassung:

„(2) Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Wertpapierfirmen, die außerhalb eines Handelsplatzes mit Warenderivaten, Emissionszertifikaten bzw. Derivaten davon handeln, der in Artikel 57 Absatz 6 genannten zentralen zuständigen Behörde mindestens einmal täglich eine vollständige Aufschlüsselung ihrer Positionen in Warenderivaten oder Emissionszertifikaten bzw. Derivaten davon, die an einem Handelsplatz und in wirtschaftlich gleichwertigen OTC-Kontrakten gehandelt werden, sowie der Positionen ihrer Kunden und der Kunden dieser Kunden bis zum Endkunden gemäß Artikel 26 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 und gegebenenfalls Artikel 8 der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 übermitteln.“;

11. in Artikel 90 wird folgender Absatz 1a eingefügt:

„(1a) Bis zum 31. Dezember 2021 prüft die Kommission die Auswirkungen der Ausnahme nach Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe j im Hinblick auf Emissionszertifikate und Derivate davon und legt begleitend zu dieser Prüfung gegebenenfalls einen Legislativvorschlag zur Änderung der Ausnahme vor. In diesem Zusammenhang beurteilt die Kommission den Handel mit EU-Emissionszertifikaten und Derivaten davon innerhalb der EU und in Drittländern, die Auswirkungen der Ausnahme nach Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe j auf den Anlegerschutz, die Integrität und Transparenz der Märkte für Emissionszertifikate und Derivate davon und die Notwendigkeit der Verabschiedung von Maßnahmen im Hinblick auf den Handel an Marktplätzen in Drittländern.“

## *Artikel 2* **Umsetzung**

- (1) Die Mitgliedstaaten erlassen und veröffentlichen spätestens [neun Monate nach Inkrafttreten dieser Richtlinie] die Rechts- und Verwaltungsvorschriften, die erforderlich sind, um dieser Richtlinie nachzukommen. Sie teilen der Kommission unverzüglich den Wortlaut dieser Maßnahmen mit.

Die Mitgliedstaaten wenden diese Maßnahmen ab dem [12 Monate nach Inkrafttreten dieser Richtlinie] an.

- (2) Die Mitgliedstaaten teilen der Kommission den Wortlaut der wichtigsten nationalen Rechtsvorschriften mit, die sie auf dem unter diese Richtlinie fallenden Gebiet erlassen.

*Artikel 3*  
***Inkrafttreten***

Diese Richtlinie tritt am 20. Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

*Artikel 4*  
***Adressaten***

Diese Richtlinie ist an die Mitgliedstaaten gerichtet.

Geschehen zu Brüssel am [...]

*Im Namen des Europäischen Parlaments*  
*Der Präsident*

*Im Namen des Rates*  
*Der Präsident*