



EUROPAISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 25.11.2021  
SWD(2021) 347 final

**ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**  
**BERICHT ÜBER DIE FOLGENABSCHÄTZUNG (ZUSAMMENFASSUNG)**

*Begleitunterlage zum*

**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**

**Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates  
zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates  
über Märkte für Finanzinstrumente**

{COM(2021) 727 final} - {SEC(2021) 573 final} - {SWD(2021) 346 final}

## Zusammenfassung

Folgenabschätzung zum Vorschlag für eine Überarbeitung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR)

## A. Handlungsbedarf

### Warum? Um welche Problematik geht es?

Die Überprüfung befasst sich mit den folgenden **drei Problemen**, die auf den Kapitalmärkten der Union eine große Rolle spielen: (1) **das Liquiditäts- und das Handelsausführungsrisiko für alle Kapitalmarktteilnehmer**; (2) **hohe Kosten bei konsolidierten Marktdaten** und (3) **das Fehlen eines Szenarios für die Datenkonsolidierung**. Aufgrund der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), die den Handel mit Finanzinstrumenten (wie Aktien, Schuldverschreibungen und Derivate) für den Wettbewerb öffnete, wird nun auf vielen Plattformen mit identischen Finanzinstrumenten gehandelt. Dadurch wird der Handel zwar billiger, aber auch über mehr als 400 Handelsmärkte in der gesamten Union verstreut. Diese Fragmentierung führt dazu, dass die Marktdaten, die die Anleger für ihre Handelsentscheidungen benötigen, ebenfalls verstreut sind. Nur **technisch extrem gut ausgestattete Marktprofis** (Hochfrequenzhändler und große Investmentbanken) verfügen über die Mittel zum Kauf. **Die meisten normalen Anleger und deren Broker** haben keine umfassende Übersicht über die Handelsmärkte in der EU und treffen ihre Investitionsentscheidungen oft auf der Grundlage einer teilweisen Übersicht des Marktes.

### Was soll mit dieser Initiative erreicht werden?

Die Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) enthält zwar bereits einen grundlegenden Rahmen für einen **konsolidierten Datenticker** (kurz Datenticker), aber bisher hat sich für keine Anlageklasse ein Bereitsteller eines konsolidierten Datentickers gefunden, weil es keine geschäftlichen Anreize gibt, einzelne Lizenzvereinbarungen geschlossen werden müssen und die Qualität der Daten über Geschäftsabschlüsse unzureichend ist. Die Kommission beabsichtigt, die MiFIR zu ändern, um die effektive Schaffung eines konsolidierten Datentickers zu erreichen, dessen Ziel die Senkung des Liquiditäts- und Handelsausführungsrisikos für alle Marktteilnehmer ist. Zu diesem Zweck sollte der neue Rahmen darauf abzielen, die Qualität der Marktdaten zu verbessern und einerseits den Weg für die Konsolidierung der Marktdaten zu ebnen; andererseits sollte er die Lizenzierung von Marktdaten erleichtern und ein Geschäftsszenario für die Konsolidierung von Marktdaten zur Verfügung stellen.

### Worin besteht der Mehrwert eines Tätigwerdens auf EU-Ebene?

Ein Datenticker konsolidiert die wichtigsten Marktdaten für ein bestimmtes Finanzinstrument, das an mehreren Handelsplätzen in der Union gehandelt wird. Ein konsolidierter Datenticker ist daher dafür konzipiert, die Transparenz der Unionsmärkte und das Vertrauen in sie zu stärken und den Zugang zu zentralen Marktdaten zu demokratisieren. Aufgrund seiner unmittelbaren Einsetzbarkeit in der gesamten Union wäre die Einrichtung eines Datentickers schneller und effizienter, als wenn ähnliche Initiativen auf der Ebene der Mitgliedstaaten ergriffen würden.

## B. Lösungen

### Welche politischen Optionen mit und ohne Gesetzgebungscharakter wurden in Erwägung gezogen? Wird eine dieser Optionen bevorzugt? Warum?

In dem Bericht werden zwei Gruppen von Optionen besprochen, die alle von der Maßnahme der Ebene 2 **Harmonisierung der Marktdatenfelder für kostenlose obligatorische Beiträge** durch alle Ausführungsplattformen, die mit „meldepflichtigen Wertpapieren“ handeln oder den Handel damit anbieten, begleitet werden.

#### 1. Optionen zur Verbesserung der Qualität der Marktdaten/Erleichterung der Konsolidierung von Marktdaten („Konsolidierungsoptionen“)

Option 1.1 – (Selbst-Aggregation): Marktteilnehmer hätten die Möglichkeit, sich bei der ESMA als **Selbst-Aggregatoren** registrieren zu lassen. Dies würde es ihnen ermöglichen, Marktdaten für ihren eigenen internen Gebrauch direkt in ihrem eigenen Rechenzentrum zu erheben und zu konsolidieren.

Option 1.2 – (konkurrierende Konsolidierer): Bei der ESMA registrierte, **konkurrierende Marktdatenkonsolidierer** würden die Marktdaten erheben und direkt im Rechenzentrum ihrer Abonnenten konsolidieren (dezentrale Konsolidierung), was eine niedrigere Datenlatenz ermöglicht.

Option 1.3 (von Börsen betriebene Konsolidierer): EU-Aktienbörsen oder das **Hauptliquiditätszentrum** für Schuldverschreibungen und Derivate würden sämtliche Handelsdaten konsolidieren, die sich auf die von ihnen notierten Wertpapiere beziehen (Aktienbörsen) oder für die sie das Hauptliquiditätszentrum darstellen (alle anderen Anlageklassen).

Option 1.4 (einziger Konsolidierer): Die Aufgabe der Konsolidierung sämtlicher Marktdaten würde einem **einzigem Marktdatenkonsolidierer** übertragen, den die ESMA über eine Ausschreibung auswählen würde. Der Bereitsteller des konsolidierten Datentickers wäre dann von den Kontributoren unabhängig.

Option 1.5 (Vorschrift der Handelskonzentration): Diese Option käme ohne konsolidierten Datenticker aus und würde stattdessen den **Handel** in einer bestimmten Kategorie von Finanzinstrumenten an einer begrenzten Zahl von Handelsplattformen **konsolidieren**. Durch die Konsolidierung des Handels sinkt die Zahl der Quellen für Marktdaten und

das Erfordernis der Datenkonsolidierung wird weniger dringlich oder sogar überflüssig.

Die Optionen 1.2 und 1.4 dieser Gruppe sind die **bevorzugten Optionen**. Ein einziger Konsolidierer oder mehrere von ihnen sind, in Verbindung mit der Möglichkeit zur Selbst-Aggregation (Option 1.1) die wirksamste Möglichkeit, um allen Marktteilnehmern zentrale Nachhandelsdaten auf faire und effiziente Weise zur Verfügung zu stellen. Option 1.2 hat hinsichtlich der Erzielung einer optimalen zeitnahen Marktdatenqualität einen leichten Vorteil. Andererseits erzielt Option 1.4 hinsichtlich der Chance, völlig unabhängig von Marktdatenkontributoren und von Marktdatenunternehmen einen neuen Marktteilnehmer als Konsolidierer auszuwählen, eine bessere Wertung.

## 2. Optionen zur Erleichterung der Lizenzierung von Marktdaten/Schaffung eines Geschäftsszenarios für die Konsolidierung von Marktdaten („Lizenzoptionen“)

Option 2.1 (keine gesetzlich vorgeschriebenen Abonnementgebühren): Es wären **keine Mindestgebühren für Abonnements** erforderlich. Folglich würden die Abonnementgebühren voraussichtlich nur die Betriebskosten des konsolidierten Datentickers decken und es bestünde keine Möglichkeit, Einnahmen an Datendistributoren zu verteilen.

Option 2.2 (gesetzlich vorgeschriebene Abonnementgebühr): In dieser Option wird eine **gesetzlich vorgeschriebene Mindestgebühr für Abonnements** festgelegt, um zwischen dem/den Konsolidierer(n) und den Kontributoren gemeinsame Interessen zu schaffen, da eine **Weiterverteilung der Einnahmen** an Marktdatenkontributoren möglich wäre.

Option 2.3 (gesetzlich vorgeschriebene Abonnementgebühr und Gebühr für den Zugang zur Ausnahme vom Referenzkurs): Diese Option sieht eine **gesetzlich vorgeschriebene Mindestgebühr für Abonnements** (mit **Weiterverteilung der Einnahmen**) vor und schließt eine **zusätzliche Nutzungsgebühr** für Handelsplätze ein, die Marktdaten als **Referenzkurs** verwenden.

Option 2.3 ist hier die **bevorzugte Option**, weil sie nicht nur die Lieferung qualitativ hochwertigerer Marktdaten von den Datenkontributoren erleichtert, sondern Marktteilnehmer auch ermutigt, transparente Märkte („lit markets“) zu bevorzugen.

### Wer unterstützt welche Option?

Anleger, alternative Handelsplätze, Vermögensverwalter, Banken, Hochfrequenzhändler und nationale Aufsichtsbehörden unterstützen im Allgemeinen die Einrichtung eines konsolidierten Datentickers, der von einer von den notierenden Börsen unabhängigen Einrichtung betrieben wird (Optionen 1.2 und 1.4, nicht Option 1.3). Einige Kleinanlegervertretungen sind der Auffassung, dass der konsolidierte Datenticker nicht alle Probleme in Verbindung mit Informationsasymmetrien auf den Finanzmärkten lösen wird. Etablierte Börsen stehen der Schaffung eines konsolidierten Datentickers aufgrund der Auswirkungen, die ein zeitnahe konsolidierter Datenticker auf die Einnahmen aus ihren handelsplatzspezifischen, durch Eigentumsrechte geschützten Datenprodukten haben könnte, skeptisch gegenüber. Die etablierten Börsen plädieren auch dafür, dass die ESMA den Bereitsteller konsolidierter Datenticker verwaltet oder zumindest beaufsichtigt, um Interessenkonflikte zu erkennen.

## C. Auswirkungen der bevorzugten Option

### Worin bestehen die Vorteile der bevorzugten Option (bzw., falls nicht vorhanden, der wesentlichen Optionen)?

- Die Konsolidierungsoptionen 1.2 und 1.4 würden Erkenntnisse darüber „demokratisieren“, wo der beste Kurs und der größte Liquiditätspool eines bestimmten Finanzinstruments erzielt werden. Sie würden gleiche Wettbewerbsbedingungen schaffen: Kleinanleger und deren Broker sowie Händler, die für einen kleinen Vermögensverwalter oder eine Großbank tätig sind, würden alle über das in etwa gleiche Marktwissen verfügen, das heute nur größere Marktmacher besitzen. Ein konsolidierter Datenticker, der entweder von einem einzigen Bereitsteller (Option 1.4) oder von konkurrierenden Bereitstellern (Option 1.2) zur Verfügung gestellt wird, würde vermeiden, dass Kleinanleger und ihre Mittler Nachteile bei der **Erzielung des besten verfügbaren Kurses** für ihre Aufträge erleiden, und würde ihnen ein Instrument zur **Kontrolle der Einhaltung der Vorschrift über die bestmögliche Ausführung** an die Hand geben.
- Die Konsolidierungsoption 1.2 bietet hinsichtlich der Latenz einen leichten Vorteil, da die dezentrale Datenlieferung im Hinblick auf die Latenzzeit etwas genauer ist. Die Konsolidierungsoption 1.4 bietet der ESMA die Möglichkeit, einem völlig neuen Marktteilnehmer die Funktion des Konsolidierers anzuervertrauen.
- Das Monitoring durch den Datenticker wird **Broker** und Vermögensverwaltern einen **Anreiz bieten**, sich aktiv zu bemühen, in ihre Portfolios die bestmöglichen Instrumente aufzunehmen und nicht nur diejenigen, die auf den wenigen Handelsplätzen, die sie derzeit abonnieren, erhältlich sind.
- Indem ein Einnahmenzuweisungsmodell vorgesehen wird, das die Funktion eines wirtschaftlichen **Anreizes** erfüllt, **Handelsgeschäfte in Ausführungsprotokolle** mit Vorhandelstransparenz **zu leiten**, könnte der konsolidierte Datenticker größere Anreize bieten, unter Nutzung des harmonisierten Datenformats präzise, zeitnahe Daten bereitzustellen. Dies führt zu einer Angleichung der Anreize zwischen den Kontributoren und den Konsolidierern von Marktdaten, was auch das Vertrauen in das Funktionieren des Kapitalmarkts der Union stärken würde.

### Wie hoch sind die Kosten der bevorzugten Option (bzw., falls nicht vorhanden, der wesentlichen Optionen)?

Die voraussichtlichen Betriebskosten des Bereitstellers eines konsolidierten Datentickers für Aktien und

Schuldverschreibungen wurden wie folgt bewertet:	
<b>Kosten des Datentickers für Eigenkapitalinstrumente (jährlich)</b>	<b>Kosten des Datentickers für Schuldverschreibungen oder Derivate (jährlich)</b>
Aufbau-/Einrichtungskosten – 0,8–2,4 Mio. EUR/J	Aufbau-/Einrichtungskosten – 0,16–1,4 Mio. EUR/J
Betriebskosten – 1,4–5,5 Mio. EUR/J	Betriebskosten – 1,3–4 Mio. EUR/J
<b>Insgesamt – 2,2–7,8 Mio. EUR/J</b>	<b>Insgesamt – 1,46–5,4 Mio. EUR/J</b>
<p>Der Datenticker würde nach einem Modell der Einnahmenerzielung bei den Nutzern arbeiten, in dessen Rahmen der Bereitsteller des Datentickers gewerblichen Nutzern eine jährliche Abonnementgebühr „pro Nutzer“ von 100 EUR/Monat in Rechnung stellen würde. Nichtgewerbliche Nutzer würden entweder keine Gebühr oder höchstens 1 EUR/Monat zahlen. Überschüssige Gewinne werden an die Datenkontributoren weiterverteilt. Schätzungen für einen Datenticker für <b>Eigenkapitalinstrumente</b> zeigen, dass sich die Einnahmen je nach den spezifischen Merkmalen des Datentickers auf eine voraussichtliche Summe von etwa 200 Mio. EUR belaufen werden. Zieht man die durchschnittlichen jährlichen Betriebskosten ab, ergibt sich daraus, dass insgesamt <b>100 bis 150 Mio. EUR an Einnahmenzuweisungen an die Datenkontributoren verteilt werden könnten</b> (bei Schuldverschreibungen und Derivaten ist die Abhängigkeit von den Einnahmen aus Daten weniger ausgeprägt und deshalb wurde für die Datenticker keine Einnahmensimulation durchgeführt).</p>	
<p><b>Werin bestehen die Auswirkungen auf Unternehmen, KMU und Kleinstunternehmen?</b></p>	
<p>Die Konsolidierungsoptionen 1.1, 1.2 und 1.4 hätten den Vorteil, dass an nur einem oder nur wenigen geregelten Märkten oder KMU-Wachstumsmärkten notierte <b>KMU-Aktien</b> für jeden (nicht lokalen) Anleger und Broker oder (bei Option 1.1) Selbstaggregatoren in der Union sichtbar würden. Dies würde die Attraktivität von Investitionen erhöhen und mehr Möglichkeiten bieten, dass ihre Aktien in Investmentfonds oder Investitionsportfolios aufgenommen werden, was wiederum die Effektivität von KMU bei der Kapitalbeschaffung erhöhen würde.</p>	
<p><b>Hat die Initiative nennenswerte Auswirkungen auf die nationalen Haushalte und Behörden?</b></p>	
<p>Es wird <b>keine unmittelbaren Auswirkungen</b> auf die nationalen Haushalte geben. Die Optionen 1.2 und 1.4 erfordern die Annahme von Rechtsvorschriften der Ebene 2 über harmonisierte Standards für die Meldung von Daten. Die bevorzugten Optionen erfordern auch eine Beaufsichtigung und Durchsetzung durch die ESMA.</p>	
<p><b>Wird es andere nennenswerte Auswirkungen geben?</b></p>	
<p>Hinsichtlich der <b>gesellschaftlichen Auswirkungen</b> würden die Optionen 1.1, 1.2 und 1.4 potenziell die Marktteilnahme eines größeren Bevölkerungsanteils begünstigen. Sie hätten infolge der effizienteren Finanzmärkte auch Auswirkungen <b>indirekter Art</b>.</p>	
<p><b>D. Folgemaßnahmen</b></p>	
<p><b>Wann wird die Maßnahme überprüft?</b></p>	
<p>Eine erste Analyse durch die ESMA würde 24 Monate nach der Umsetzung der neuen Vorschriften vorgelegt, gefolgt von jährlichen Aktualisierungen.</p>	

