

## CESR

The Committee of European  
Securities Regulators  
11-13 avenue de Friedland  
F-75008 Paris/France

Ihr Zeichen  
CESR 04-562

Ihre Nachricht vom

Ort\_Datum  
**Frankfurt/Main, 20.01.2005**

Konsultation des Ausschusses der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) im Rahmen des zweiten Mandats der EU-Kommission zum Entwurf möglicher Durchführungsbestimmungen zur Richtlinie 2004/39/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)

Ref: CESR 04-562

### Sehr geehrte Damen und Herren,

der Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e.V. (bwf) ist ein bundesweiter Berufsverband deutscher Wertpapierhandelsfirmen und Börsenmakler. Der bwf begrüßt nachdrücklich die Gelegenheit zur Teilnahme an der Konsultation zu dem an die Europäische Kommission gerichteten CESR Entwurf betreffend die zweite Gruppe von Mandaten zur Erarbeitung möglicher Durchführungsbestimmungen zur Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente. Im Rahmen der Finalisierung des Entwurfs bitten wir hierbei höflichst um die Berücksichtigung der folgenden Überlegungen:

#### 1. Bekanntmachung von nicht unverzüglich ausführbaren Kundenlimitaufträgen

*(Artikel 22 Absatz 2 MiFID, CESR-Konsultationspapier S. 58 ff.)*

Artikel 22 Absatz 2 MiFID regelt die Behandlung von limitierten Kundenaufträgen über Aktien, die an einem geregelten Markt zugelassen sind, so fern diese unter den vorherrschenden Marktbedingungen durch die auftragsentgegennehmende Wertpapierfirma nicht unverzüglich ausführbar sind. Vorbehaltlich einer anders lautenden Weisung des Kunden (wie sie beispielsweise auch im Fall sog. IW- oder Iceberg-Orders vorliegt), ist hier eine unverzügliche Bekanntmachung („*making public*“) des betreffenden Auftrages erforderlich (Satz 1). Diese wird – vorbehaltlich einer entsprechenden mitgliedsstaatli-

**Bundesverband der Wertpapierfirmen  
an den deutschen Börsen e.V.**

**Sitz des Verbandes**  
Fasanenstraße 3  
10623 Berlin

**Postanschrift & Geschäftsstelle**  
Börsenstraße 14  
60313 Frankfurt/Main

Tel.: (069) 92 10 16 91  
Fax: (069) 92 10 16 92  
mail@bwf-verband.de  
www.bwf-verband.de

**Vorstand**  
Claus-Jürgen Diederich (Vorsitzender)  
Dr. Jörg Franke  
Dirk Freitag  
Bernd Gegenheimer  
Kai Jordan  
Peter Koch  
Klaus Mathis  
Ralf Nachbauer  
Michael Wilhelm

**Geschäftsführer**  
Michael H. Sterzenbach  
m.sterzenbach@bwf-verband.de

**Justiziar**  
Dr. Hans Mewes  
Herrengaben 31, 20459 Hamburg  
Tel.: (040) 36 80 5 - 132  
Fax: (040) 36 28 96  
h.mewes@bwf-verband.de

**Bankverbindung**  
Deutsche Bank PGK Frankfurt  
**BLZ** 500 700 24, **Kto.** 0 18 32 10 00

chen Regelung (Umsetzungsvorbehalt) – insbesondere dadurch gewährleistet, dass die den Auftrag ausführende Wertpapierfirma diesen an einen geregelten Markt und/oder ein MTF weiterleitet (Satz 2).

Hierbei ist davon auszugehen, dass der Richtliniengeber bereits im Richtlinientext (Ebene 1) hinreichend konkretisiert hat, was im Falle der Anwendung des Artikel 22 Absatz 2 Satz 2 MiFID unter der Verpflichtung eine nicht unverzüglich ausführbare Limitorder „in einer Art und Weise bekannt [zu] machen, die für andere Marktteilnehmer leicht zugänglich ist“ („*making public that client limit order in a manner which is easily accessible to other market participants*“) zu verstehen sein soll, und dass die betreffende Wertpapierfirma die ihr aus dem Artikel 22 Absatz 2 Satz 1 MiFID erwachsenden Pflichten regelmäßig bereits dadurch umfänglich erfüllt, dass sie die nicht ausführbare Order an einen geregelten Markt und/oder ein MTF weiterleitet.

Der von CESR in diesem Zusammenhang vorgeschlagene Ansatz, auch solche Kundenlimitaufträge, die an geregelte Märkte und/oder MTFs weitergeleitet werden, einem „*Visibility and Accessibility test*“ zu unterwerfen erscheint daher schon deshalb als verfehlt, weil die Vorhandels-Transparenzvorschriften für geregelte Märkte und MTFs, einschließlich der Möglichkeit unter bestimmten Bedingungen Ausnahmen von der Vorhandelstransparenzpflicht vorzusehen, in den Artikeln 44 und 29 MiFID bereits umfassend und abschließend geregelt sind.

Die von CESR beispielhaft geäußerte Einschätzung, durch die Weiterleitung einer Limitorder an einen geregelten Markt und/oder ein MTF mit einem quotierungsbasierten Marktmodell würden - sofern der limitierte Auftrag nicht unverzüglich gegen die Quotierung eines Market Makers ausführbar ist - die sich aus Artikel 22 Absatz 2 MiFID ergebenden Bekanntmachungspflichten deshalb nicht erfüllt, weil der Auftrag als solcher aufgrund des Marktmodells für andere Marktteilnehmer nicht „sichtbar“ („*visible*“) sei (CESR-Konsultationspapier S. 59), ist daher zurückzuweisen.

Umgekehrt würde eine einheitliche Anwendung des „*Visibility and Accessibility test*“ einerseits einer vom Richtliniengeber auch bei weitgehendem Gleichlauf der Vorschriften der Artikel 29 und 44 MiFID doch zumindest mit Blick auf mögliche Besonderheiten einzelner MTFs ganz offensichtlich gewünschten möglichen Differenzierung der Vorhandels-Transparenzvorschriften (Artikel 29 Absatz 3 Satz 2 MiFID) zuwiderlaufen und andererseits die Gefahr in sich bergen, dass auf ein und demselben Markt unterschiedliche Vorhandels-Transparenzvorschriften in Abhängigkeit davon existieren, ob eine Limitorder den Markt aufgrund der in Artikel 22 Absatz 2 codifizierten Pflichten erreicht oder nicht. Es liegt auf der Hand, dass eine derartige Ungleichbehandlung, abgesehen von dem ganz praktischen Problem, dass dies aus Sicht des geregelten Marktes oder MTFs eine entsprechende Kenntlichmachung der Order durch die übermittelnde Wertpapierfirma erforderlich machen

würde, weder unter dem Gesichtspunkt der Markttransparenz noch des Anlegerschutzes gewollt sein kann.

Schließlich bedarf auch der Hinweis von CESR auf ein „*public order book*“ (Konsultationspapier S. 59) dahingehend der Klarstellung, dass die „*Öffentlichkeit*“ eines Orderbuches nichts mit der Abgrenzung offener von geschlossener Orderbücher zu tun hat. Als öffentliche Orderbücher sind vielmehr sowohl offene als auch geschlossene Orderbücher zu betrachten, wenn sie – und dies ist das zentrale Kriterium – als Marktmodell eines umfänglich überwachten geregelten Marktes oder eines MTF verwendet werden; der Hinweis auf den „*öffentlichen*“ Charakter von Orderbüchern an geregelten Märkten und MTFs erscheint daher entbehrlich. Ausschliesslich die Weiterleitung der betreffenden Aufträge an einen solchen Markt fordert Artikel 22 Absatz 2 Satz 2 MiFID. Eine andere Auslegung oder anderweitige nachrangige Durchführungsbestimmungen würden den Regelungsgehalt dieser Vorschrift überdehnen.

Wir regen daher an, die von CESR vorgeschlagene Durchführungsbestimmung (Konsultationspapier S. 59 Box 13 Nr. 2) wie folgt zu ändern:

*“... 2. Notwithstanding the provisions under no. 1, the obligation would be met where the limit order is sent to a regulated market (RM) or a multi-lateral trading facility (MTF).”*

## **2. Begriffsbestimmung und Anwendungsbereich der systematischen Internalisierung**

*(Artikel 4 und Artikel 27 MiFID, CESR-Konsultationspapier S. 61 ff.)*

CESR weist im Erläuterungstext zu den vorgeschlagenen Durchführungsbestimmungen zu Artikel 4 und Artikel 27 MiFID zutreffend darauf hin, dass Wholesale-Transaktionen nicht vom Anwendungsbereich der Vorschriften über die systematische Internalisierung erfasst werden sollen. Dies muss für sämtliche insoweit verwendete Handelstechniken gelten.

Um hier etwaige Zweifelsfälle auszuschließen und eine hinreichende Rechtssicherheit zu gewährleisten, regen wir an, Box 14 (Konsultationspapier S. 62) um einen dritten Punkt zu ergänzen, der die außerbörsliche Wholesale-Auftragsausführung ausdrücklich vom Anwendungsbereich der systematischen Internalisierung ausschließt. Hierbei bietet sich an, den in Klammern stehenden Erläuterungstext: *„The obligations under Article 27 will not apply to firms which deal on own account solely on an OTC basis and the characteristics of those transactions include that they are ad-hoc and irregular, carried out with wholesale counterparties, are part of a business relationship which is itself characterised by dealings above standards market size and are carried out outside the systems usually used by the firm concerned for its business as a system-*

*atic internaliser.*” (Konsultationspapier S. 62) als Nr. 3 der Durchführungsbestimmung zu übernehmen.

### 3. Anlageberatung („investment advice“)

(Artikel 4 Absatz 1 Nummer 4 MiFID, CESR-Konsultationspapier S. 8 ff.)

Um dem erhebliche Abgrenzungsproblem hinsichtlich der Definition einer Anlageberatung i.S.d. Richtlinie angemessen zu begegnen, sollte noch deutlicher klargestellt werden, dass von einer Anlageberatung nur dann ausgegangen werden kann, wenn im Rahmen einer Kundenbeziehung Empfehlungen hinsichtlich spezifischer Finanzinstrumente abgegeben werden, die einerseits die persönliche Situation bzw. die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Risiko-Ertragsbeurteilung des Finanzinstruments unter Portfoliosichtspunkten) gezielt berücksichtigen und andererseits einen klaren Transaktionsbezug aufweisen.

Damit fallen - auch dies sollte noch stärker akzentuiert werden - zahlreiche Kundenkontakte nicht unter den Begriff der *Anlageberatung*. Beispielsweise:

- a) Anfragen und Auskünfte im Rahmen der reinen Tätigkeits- bzw. Dienstleistungsberatung/-empfehlung, (CESR-Konsultationspapier, Question 1.1., S. 10), sowie
- b) Gespräche oder Abstimmungen, die typischerweise im Rahmen von Sales-Aktivitäten und Auftragsausführungen anfallen, die zwar zweifellos transaktionsbezogen sind und durchaus allgemeine Einschätzungen und Empfehlungen hinsichtlich des betreffenden Finanzinstruments enthalten können, denen jedoch der Beratungscharakter mit Blick auf die persönliche Vermögenssituation und die individuellen Anlageziele des Kunden fehlt
- c) mündliche oder schriftliche Empfehlungen von Wertpapierfirmen und Angebote an einen unbestimmten Personenkreis sowie – häufig periodische - Marketingveröffentlichungen und Marktinformationen, auch wenn diese wertende Aussagen wie positive oder negative Einschätzungen über die zukünftigen Ertragsperspektiven einzelner Finanzinstrumente enthalten können (auch hier fehlt das Merkmal der individuellen Beratung).

Allgemein sollte die Erarbeitung technischer Durchführungsbestimmungen zur MiFID in keinem Fall dazu genutzt werden, eine Vermutungsregelung zu begründen, wonach *jegliche* Kundenbeziehung, die sich auf Transaktionen beziehen und/oder wertende Aussagen über einzelne Finanzinstrumente enthalten vorbehaltlich eines anderweitigen Nachweises als Anlageberatung anzusehen ist.

Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte auch auf eine möglichst randscharfe Abgrenzung der Anlageberatung einerseits zur (bereits als Finanzdienstleistungen erfasste) Anlage- und Abschlussvermittlung andererseits hingewirkt werden.

#### **4. Geeignete Gegenparteien („Eligible Counterparties“)**

*(Artikel 24 Absatz 2 und 3 MiFID; CESR-Konsultationspapier S. 53 ff.)*

Hier halten wir den CESR-Vorschlag für die Kategorisierung als geeignete Gegenparteien und die hiermit verbundenen Rechtsfolgen für generell ausgewogen und unterstützen diese Konstruktion ausdrücklich.

Soweit Artikel 24 Absatz 3 MiFID auf „*proportionale Anforderungen einschließlich quantitativer Schwellenwerte*“ abstellt, bei deren Vorliegen auch andere als die in Absatz 2 aufgeführten Unternehmen als geeignete Gegenparteien anerkannt werden können, sollte aus Gründen eines stimmigen und rechtssicheren Regimes einheitlich auf die Kriterien abgestellt werden, die zur Erfassung als professioneller Kunde gemäß Anhang II der MiFID gelten. Eine darüber hinausgehende Restriktion dieser Kriterien ist nicht erforderlich, da man es in diesem Fall mit professionellen Anlegern zu tun hat und diese selbständig und unabhängig darüber entscheiden können, ob der Status als eligible counterparty gewählt wird.

Wenig sachgerecht und mit einem erheblichen und in so fern nicht gerechtfertigten Verwaltungsaufwand verbunden erscheint die vorgesehene generelle Pflicht der geeigneten Gegenparteien, sich wechselseitig über diesen Status und die hiermit verbundenen Rechtsfolgen zu informieren. Wertpapierfirmen, die *per se* bereits geeignete Gegenparteien sind, müssten sich ansonsten faktisch an alle Börsenhandelsteilnehmer an sämtlichen Märkten an denen sie eine Handelszulassung besitzen wenden. Eine solche Benachrichtigungspflicht ist insbesondere der MiFID nicht zu entnehmen. Sie ließe sich allenfalls im Hinblick auf geeignete Gegenparteien im Sinne von Artikel 24 Absatz 3 MiFID und die über Artikel 24 Absatz 2 MiFID insoweit neu aufgeführten Versicherungsgesellschaften begründen; in keinem Fall aber für die übrigen geeigneten Gegenparteien im Sinne von Absatz 2.

#### **5. Zurückziehen von Quotes durch Internalisierer**

*(Artikel 27 Absatz 3 MiFID; CESR-Konsultationspapier S. 75 ff.)*

Aufgrund des Wettbewerbs zwischen Internalisierern, Regulierten Märkten und MTFs sollte bei Anerkenntnis des berechtigten Interesses systematischer Internalisierer, gestellte Quotes in Ausnahmefällen zurückziehen zu können, im Rahmen der Erarbeitung der MiFID Durchführungsbestimmungen unbedingt darauf hingewirkt werden, dass die Möglichkeit zur Zurückziehung veröffentlichter Quotes an enge, objektiv nachprüfbar Kriterien, vergleichbar

mit den Anforderungen von Wertpapierfirmen, welche als Market Maker, Specialist oder Skontroführern (hiesige Börsenmakler) an Regulierten Märkten oder MTFs tätig sind, gebunden bleibt.

Mit freundlichen Grüßen

Michael H. Sterzenbach  
Geschäftsführer

Dr. Hans Mewes  
Justiziar