

# Die Zukunft der Finanzwelt aus regulatorischer Sicht

Präsentation von **Philipp Rosenauer** und **Dr. Jean-Claude Spillmann**

9. Mai 2023



# Today's Speakers



**Philipp Rosenauer**

**Partner**

Financial Services Regulatory Advice

PwC Legal Switzerland

[philipp.rosenauer@pwc.ch](mailto:philipp.rosenauer@pwc.ch)

Phone: +41 58 792 18 56

Mobile: +41 79 238 60 20



**Dr. Jean-Claude Spillmann**

**Partner**

Financial Services Regulatory Advice

PwC Legal Switzerland

[jean-claude.spillmann@pwc.ch](mailto:jean-claude.spillmann@pwc.ch)

Phone: +41 58 792 43 94

Mobile: +41 79 706 06 18

# Agenda

1	MiCA – neue europäische Regulierung für Kryptowerte	04
2	Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz	13
3	ELTIF-Reform – ein Neustart?	22
4	Q&A Runde	30





# 1

## MiCA – neue europäische Regulierung für Kryptowerte



# MiCA – neue europäische Regulierung für Kryptowerte

Die MiCA ist Teil des europäischen Digital Finance Pakets, welches neben einer Digital Finance Strategie und einer erneuerten Retail Payments Strategie die Regulierungspakete MiCA und DORA umfasst.

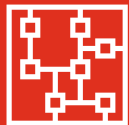
Verfolgte Ziele



Schaffen von Rechtssicherheit durch einheitlichen Rechtsrahmen



Schutz von Anlegern und Verbrauchern



Innovation – Förderung der Entwicklung und Nutzung der DLT



Sichern von Finanzstabilität

## MiCA

Market in Crypt Assets  
Verordnung

# MiCA – Token Kategorisierung

## Im Anwendungsbereich der MiCA

### E-Geld-Token

Hält einen stabilen Wert in Bezug auf eine einzelne Fiat-Währung



### Wertreferenzierte Token

Hält einen stabilen Wert in Bezug auf:

- Zwei oder mehr Fiat-Währungen
- Eine oder mehrere Kryptowährungen
- Ein oder mehrere Vermögenswerte
- Jede Kombination der oben genannten



### Utility Token

Digitalen Zugang zu einer Ware oder Dienstleistung bereitstellen, die nur vom Emittenten dieses Tokens akzeptiert wird



### Andere Token

Token, welche nicht unter die anderen Kategorien fallen.



## Nicht erfasst

### Finanzinstrumente

### E-Geld

### Einlagen und strukturierte Einlagen

### Verbriefungen

# MiCA – Regulierte Tätigkeiten und Dienstleistungen

## Dienstleistungen in Bezug auf Kryptowerte

Verwahrung und Verwaltung von Kryptowerten für Dritte

Betrieb einer Handelsplattform für Kryptowerte

Tausch von Kryptowerten gegen Geldbeträge

Tausch von Kryptowerten gegen andere Kryptowerte

Ausführung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte

Platzierung von Kryptowerten

Annahme und Übermittlung von Aufträgen über Kryptowerte für Dritte

Erbringung von Transferdiensten für Kryptowerte im Auftrag von Dritten

Beratung zu Kryptowerten

(Individuelle) Portfolioverwaltung von Kryptowerten.

## Emission von Kryptowerten

“Stablecoins”

E-Geld-Token

Signifikant

Nicht signifikant

Wertreferenzierte  
Token

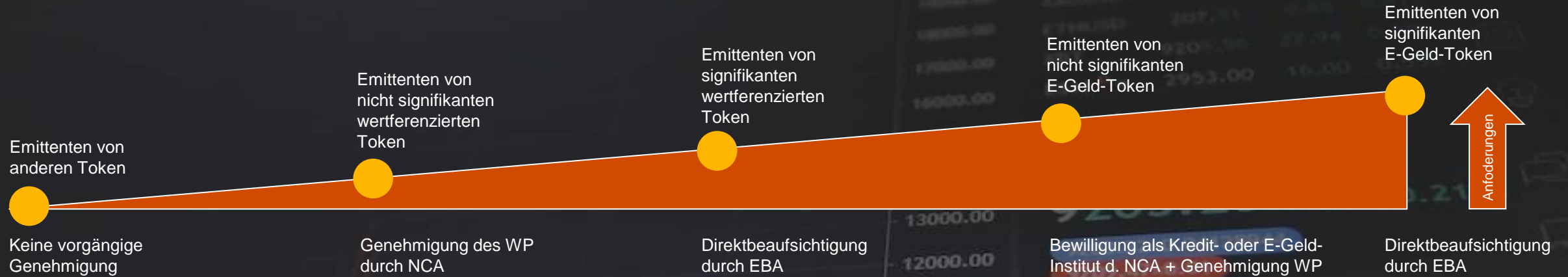
Signifikant

Nicht signifikant

Andere Token



# MiCA – Anforderungen an Emittenten von Token



## Anforderungen in den Bereichen

White Paper	Marketing	Haftung
Kapitalanforderungen	Governance	Vergütungspolitik
Interessenkonflikte	Plan zur Fortführung des Geschäftsbetriebs	Stabilisierungsmechanismus
Recht auf Rücktausch	Verwahrung und Segregierung	Anlage des Reservevermögens



# MiCA – Anforderungen an CASP (Crypto-Asset Service Providers)

**Bewilligungspflichtig** sind CASP, welche eine oder mehrere der genannten **Dienstleistungen in Bezug auf Kryptowerte** erbringen

## Allgemeine Anforderungen

- Juristische Person mit Sitz in der EU (m. Ausn.)
- Kapitalanforderungen, Eigenmittel, Versicherung
- Governance- und organisatorische Anforderungen, einschließlich Fit & Proper-Beurteilungen und interne Kontrollen
- Compliance mit DORA
- Vermögenssegregierung und -sicherung
- Aufzeichnungen & Informationen für Kunden & faire Marketingregeln & Einbeziehung von Risikowarnungen & Offenlegung von Gebühren
- Umgang mit Interessenkonflikten
- Aufsicht über Marktmissbrauch & Insiderinformationen
- Geldwäscherei-Compliance
- Haftung & Reklamationen
- Änderungen bei den qualifiziert Beteiligten
- Vorkehrungen für eine geordnete Abwicklung
- ESMA Register



## Spezifische Anforderungen je nach Dienstleistungen

Verwahrung

Betrieb Handelsplattform

Brokerage

Ausführung von Aufträgen

Platzierung

Annahme und Übermittlung von Aufträgen

Beratung und Verwaltung

Zahlungsdienstleistungen in wertreferenz. Token

# MiCA – Verhinderung von Marktmissbrauch



- MiCA enthält spezifische Regeln zur **Verhinderung von Marktmissbrauch**.
- Erfasst sind Handlungen, im Zusammenhang mit Kryptowerten,
  - die **zum Handel** auf einer von einem zugelassenen Anbieter von Krypto-Dienstleistungen betriebenen Handelsplattform für Kryptowerte **zugelassen** sind; oder
  - deren **Zulassung** zum Handel auf einer solchen Handelsplattform **beantragt** wurde.
- Die Regeln scheinen unabhängig davon zu gelten, ob die **Handelsplattform** in oder ausserhalb der EU **domiziliert** ist.
- Die entsprechenden Regeln sind wichtig, um die **Integrität von Kryptomärkten** zu schützen.
- CASP müssen über **Systeme** verfügen, mit denen potenzieller Marktmissbrauch durch Kunden aufgedeckt werden kann.



# MiCA – Zeitachse





# MiCA – Bedeutung für Liechtenstein

## Stärken

- Liechtenstein war eines der ersten Länder mit einer spezifischen Krypto-Regulierung, dem TVTG (Token- und VT-Dienstleistungsgesetz)
- TVTG ist nicht auf regulatorische Aspekte beschränkt, sondern schafft auch in zivilrechtlicher Hinsicht Rechtssicherheit
- Industrie, Gesetzgeber und Regulator verfügen über mehrjährige Erfahrung und haben einen Vorsprung gegenüber anderen EU-Mitgliedstaaten

## Schwächen

- Aufgrund des (zweiten) Krypto-Winters hat sich die Krypto-Industrie weniger rasch entwickelt als teilweise erwartet. Liechtenstein hat daher den Vorsprung gegenüber anderen Jurisdiktionen nicht so stark wie erhofft ausbauen können

## Chancen

- Nutzen des Vorsprungs und der Erfahrung, welche mit dem TVTG gesammelt wurden
- Harmonisierung des regulatorischen Rechtsrahmens bringt die Krypto-Industrie insgesamt voran, wovon auch Liechtenstein profitieren kann
- Liechtenstein könnte sich als Hub zu Europa, namentlich auch für Schweizer Krypto-Unternehmen, etablieren

## Risiken

- Teilweiser Verlust des Wettbewerbsvorteils durch Harmonisierung der Regulierung in EU/EWR – andere EU-Mitgliedstaaten erhalten identischen regulatorischen Rechtsrahmen
- Andere EU-Mitgliedstaaten können sich als Krypto-Jurisdiktionen etablieren und Liechtenstein überholen
- Schweiz könnte ihren Rang als eine führende Krypto-Jurisdiktion verlieren; Beeinträchtigt ggf. auch Liechtenstein





# 2

## Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz



# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

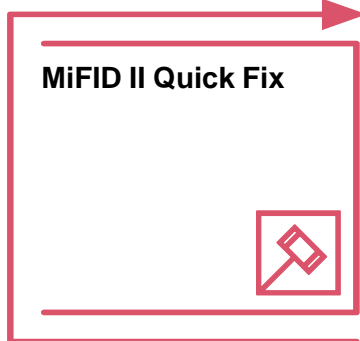
## Hintergrund

- **Juli 2020** – Vorschlag **Kapitalmarktrichtlinie Quick Fix** (MiFID II Quick Fix).
- **September 2020** – Vorlage eines neuen ehrgeizigen **Aktionsplans** zur Schaffung einer **EU-Kapitalmarktunion (KMU)**, der im Zeitraum 2020 bis 2024 verwirklicht werden soll.
- **November 2021** – Verabschiedung **neuer Massnahmen** zur **Umsetzung der Kapitalmarktunion** bzw. zur **Stärkung der europäischen Kapitalmärkte**.
- **Teil des Massnahmenpakets** ist die lang erwartete **Überarbeitung** der **MiFID II** und **MiFIR**. Voraussichtlich soll bis **Ende des 3. Quartals 2023** der endgültige Gesetzestext vorliegen.

Die Vorschläge zur Überarbeitung von MiFID II und MiFIR konzentrieren sich auf drei Hauptprioritäten:

- 1 **Verbesserung der Transparenz und Verfügbarkeit von Marktdaten, um die Position von Kleinanlegern zu stärken.**
- 2 **Verbesserung der Wettbewerbsbedingungen zwischen den Ausführungsplätzen.**
- 3 **Sicherstellung, dass die EU-Marktinfrastrukturen international wettbewerbsfähig bleiben.**

Teil 1: In Kraft seit dem  
28. Februar 2022



Teil 2: Bevorstehende Änderungen





# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## Die wichtigsten potenziellen MiFID II und MiFIR Anpassungen

Heutige Fokusthemen

### Potenzielle MiFID II Änderungen

- Abschaffung Zulassungspflicht für Personen, die auf eigene Rechnung an einem Handelsplatz über einen **direkten elektronischer Zugang** (Direct Electronic Access, DEA) handeln.
- Vereinbarungen über den **Datenstandard**.
- Aufhebung der **RTS 27** zur Meldung der Best Execution.

### Potenzielle MiFIR Änderungen

- Einführung eines einzigen «**konsolidierten Datentickers**».
- **Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen** (Payment for Order Flow, PFOF).
- **Begrenzung des anonymen Handels**.
- Änderungen in der **nicht-Eigenkapitaltransparenz**.
- Gültigkeit einer **Aktienhandelspflicht** (Share Trading Obligation, STO) nur für Aktien mit einer **EWR-ISIN**.
- Änderungen der **Aufschubfristen**.
- **Derivatehandelspflichten** (Derivatives Trading Obligation, DTO) und Angleichung an die europäische Marktinfrastrukturverordnung (European Market Infrastructure Regulation, EMIR).
- **Multilaterale Systeme** – Verpflichtung mit einer Handelslizenz zu arbeiten und Abgrenzung zwischen multilateralen und bilateralen System in die MiFIR verschoben.
- Verschärfung der **Transparenzpflichten** von **systematischen Internalisierern** (SI).
- Offener Zugang zu **börsengehandelten Derivaten** wird abgeschafft.

Der Verordnungsvorschlag sieht zusätzlich viele weitere Level 2 Massnahmen vor.

# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## 1) Einführung eines einzigen «konsolidierten Datentickers» für jede Anlageklasse

### Änderung

- Einführung eines **konsolidierten Datentickers** (zentrale Datenbank) für **jede Anlageklasse** (Aktien, Anleihen, börsengehandelte Indexfonds und Derivate), der anhand eines kontinuierlichen elektronischen Life-Datenstroms eine **Übersicht über aufsichtsrechtliche Daten und Kernmarktdaten** bereitstellen soll.
- **Ziel:** Verbesserung der **Preistransparenz** über die einzelnen Handelsplätze hinweg.
- Konzept bereits in der **bestehenden MiFIR enthalten**. Bisher hat jedoch **keine beaufsichtigte Einrichtung die Zulassung** als Bereitsteller konsolidierter Datenticker **beauftragt**.

### Haupthindernisse der bestehenden MiFIR

01

Unklar, **wie** ein Bereitsteller konsolidierter Daten die **Marktdaten** bei den Ausführungsplätzen oder Datenbereitstellungsdiensten **beschaffen soll**.

02

Die **Qualität** der von den Ausführungsplätzen **gemeldeten Daten** **reicht** unter dem Gesichtspunkt der Harmonisierung für eine kosteneffiziente Konsolidierung **nicht aus**.

03

**Fehlende geschäftliche Anreize**, die Zulassung als Bereitsteller konsolidierter Datenticker zu beantragen.



### Lösungsvorschläge der Reform

- Alle **Handelsplätze, systematische Internalisierer (SI) und genehmigte Veröffentlichungssysteme (APA)** müssen den Bereitstellern konsolidierter Datenticker **Marktdaten** zur Verfügung stellen.
- Die **Datenqualität** muss durch eine **Harmonisierung der Datenmeldungen** verbessert werden.



# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## 2) Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen (Payment for Order Flow, PFOF)

### Definition PFOF

Unter PFOF wird die Praxis verstanden, bei der **Retail-Broker** für die **Weiterleitung von Kundenaufträgen** an bestimmte Marketmaker oder Handelsplatzbetreiber eine **Vergütung** erhalten. Das bedeutet, dass der Broker möglicherweise **nicht** den **bestmöglichen Preis** für den Kunden erzielt, sondern stattdessen einen Marketmaker oder Handelsplatzbetreiber auswählt, der ihm eine **Gebühr für die Weiterleitung von Kundenaufträgen** zahlt.

### Änderung

- Der Entwurf schlägt vor, dass **Wertpapierfirmen**, die im Namen des Kunden handeln, **keine Gebühren, Provisionen oder nicht-monetäre Vorteile von Dritten** für die **Weiterleitung** von Kundenaufträgen an diese Dritten zur Ausführung **erhalten dürfen**.
- Der Vorschlag zielt nicht nur darauf ab, **potenzielle Nachteile für Privatanleger** zu **minimieren**, sondern auch um die **Markttransparenz** und **effiziente Preisbildung** zu stärken.
- Das PFOF-Verbot gilt nicht für Gebühren, Provisionen oder nicht-monetäre Vorteile im Zusammenhang mit der Weiterleitung von Aufträgen **professioneller Kunden** zur Ausführung, sofern dies nach der genehmigten und öffentlichen **Tarifstruktur** eines geregelten Marktes oder eines **multilateralen Handelssystems** (MTF) zulässig ist.



# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## 3) Begrenzung des anonymen Handels

### Hintergrund

- **Transparenzvorschriften** regeln den Handel an den Börsen, auf alternativen Plattformen oder durch systematische Internalisierer.
- **Ausnahmen von Transparenzvorschriften** Ursache für geringe Anzahl an Aktiengeschäften an **kurstransparenten Handelsplätzen**.
- Die **zweifache Begrenzung des Volumens** ist ein Mechanismus, der den Umfang des anonymen Handels auf einen bestimmten Anteil am gesamten Handel mit einem Eigenkapitalinstrument begrenzt:
  - 1 Handelsplatzspezifischer Schwellenwert in der Höhe von **4 %**.
  - 2 EU-weiter Schwellenwert in der Höhe von **8 %**.
- **Problematik:** Der handelsplatzspezifische Schwellenwert gestattet die **fortgesetzte Nutzung** dieser Ausnahmen **auf anderen Plattformen**, auf denen der Handel mit dem betreffenden Eigenkapitalinstrument **noch nicht ausgesetzt** ist, bis der unionsweite Schwellenwert überschritten wird.

### Änderung

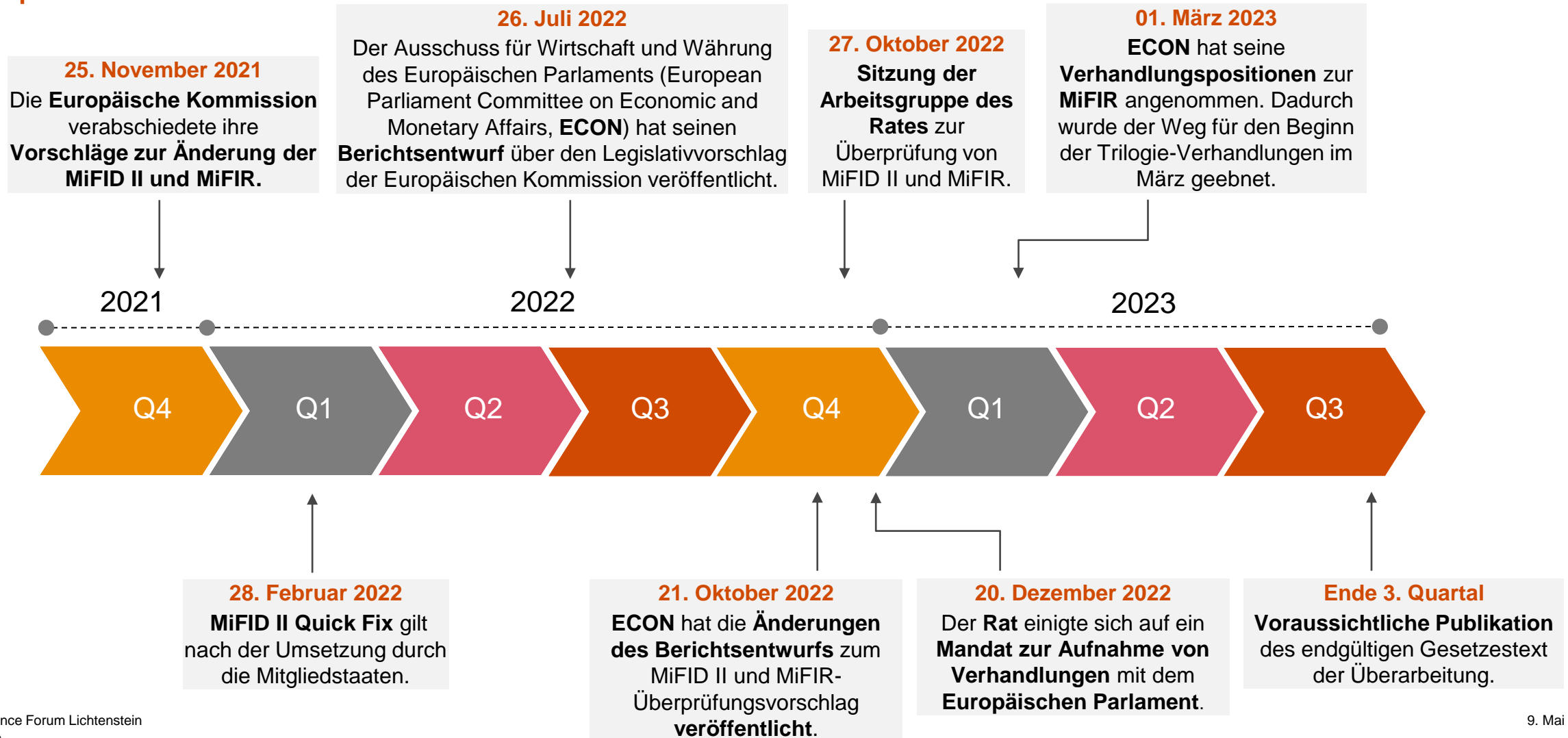
- Verordnungsentwurf ersetzt die **zweifache** Begrenzung durch eine **einfache** Begrenzung des Volumens, indem der **handelsplatzspezifische Schwellenwert abgeschafft** wird.
- Die **neue einfache** Begrenzung des Volumens stützt sich ausschliesslich auf den **EU-weiten Schwellenwert** in der Höhe von **7 %**.





# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## Zeitplan



# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## Weitere wichtige regulatorische Entwicklungen im Bereich der Kapitalmarktunion

### ESMA Leitlinien

- Um die Klarheit zu verbessern und die Konvergenz bei der Anwendung verschiedener Aspekte der **MiFID II** zu fördern, hat die **Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)** in den letzten Monaten **neue Leitlinien** entwickelt.
- Als Ergebnis umfangreicher Konsultationen wurden **die folgenden Leitlinien geändert**:

➔ Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID II-Anforderungen an die **Angemessenheit** und das **reine Ausführungsgeschäft**

➔ Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID II-Anforderungen an die **Geeignetheit**

➔ Leitlinien zu den **Produktüberwachungsanforderungen** der MiFID II



### EU-Strategie für Kleinanleger

- Erarbeitung auf der Grundlage des **KMU-Aktionsplans 2020**.
- Eines der **Hauptziele** der KMU ist es, die **Beteiligung von Kleinanlegern** an den Kapitalmärkten **zu erhöhen** und die EU zu einem noch **sichereren Ort** zu machen, an dem Einzelpersonen **langfristig sparen und investieren** können.
- **Vorteile** EU-Strategie für Kleinanleger:





# Deep dive: EU-Strategie für Kleinanleger

Zu den wichtigsten Überlegungen für eine künftige Reform gehören:

- 01** **Entwicklung eines Rahmens für Finanzkompetenz**, um gemeinsam mit der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) die finanzielle Allgemeinbildung zu verbessern.
- 02** **Entwicklung eines offenen Finanzrahmens**, um von der Digitalisierung und technologischen Innovationen zu profitieren.
- 03** **Offenlegungspflichten:**  
Bewertung der Vorschriften über vorvertragliche und laufende Offenlegungspflichten im Hinblick auf ihre Verständlichkeit und die Transparenz der Kosten.
- 04** Überprüfung der Verordnung über verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIPs).
- 05** **Angemessenheits- und Eignungsprüfung:**  
Angemessenheits- und Eignungsprüfung im Kontext der zunehmenden Nutzung von Online-Plattformen und Überprüfung des Zielmarktbestimmungsprozesses.
- 06** **Überprüfung des Kundenklassifizierungsrahmens:**  
Mögliche Einführung einer «semiprofessionellen» Kundenklasse und Überprüfung des Opt-up-Verfahrens.
- 07** **Anreize und Qualität der Beratung:**  
Mögliche Änderungen in Bezug auf die Offenlegung von Anreizen und die Einführung eines Verbots aller Anreize für Kleinanleger, die Regelung der bestmöglichen Ausführung, die Entwicklung eines paneuropäischen Labels für Finanzberater und die Regulierung von Robo-Advisors
- 08** **Komplexität von Finanzprodukten:**  
Bewertung der Verkaufsbeschränkungen für sehr komplexe Produkte.

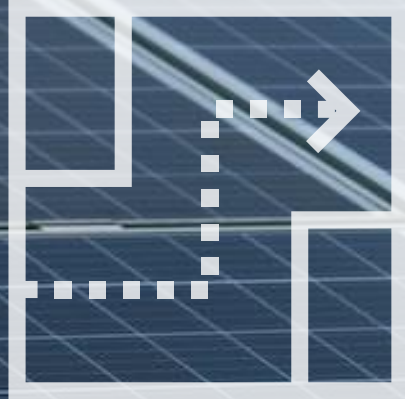


# 3

## ELTIF-Reform – ein Neustart?



# Was ist ein ELTIF?

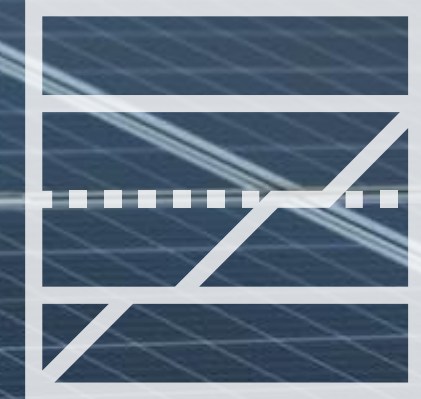


## Finanzierung nachhaltiger Projekte in der EU

Sicherstellung des Zugangs zu Kapital für den Finanzierungsbedarf im Bereich Infrastruktur, Private Equity und Immobilien unter Berücksichtigung der Ziele der EU

## Langfristige Anlage und geringe Volatilität

langfristige, stabile Erträge dank langfristiger Ausrichtung und breitere Risikostreuung; Möglichkeit des Fremdkapitaleinsatzes ist beschränkt

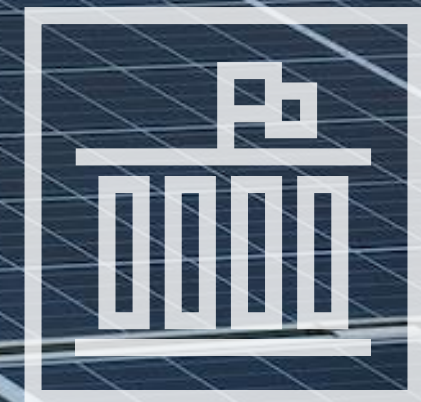


## Alternativen Anlagen für Privatanleger

Zugang zu alternativen Anlagen, welche bislang weitgehend professionellen und institutionellen Anlegern vorbehalten waren

## Anlegerschutz durch strenge Regulierung

Angemessener Anlegerschutz trotz Illiquidität der Anlagen und der mit den Anlagekategorien verbundenen Risiken



# Wodurch zeichnet sich der ELTIF aus?



Alternativer Investmentfonds (regulatorisches Regime, nicht Rechtsform)



Geschlossenes Anlagevehikel mit festgelegter Laufzeit  
(beschränkte oder keine Liquidität)



Langfristige Anlagen in Sachwerten, welche einen wirtschaftlichen oder sozialen Nutzen bieten  
(Anlagen in Infrastrukturprojekte, Private Debt, Private Equity, Immobilien)



Streng reguliert zur Sicherstellung des Anlegerschutzes  
(Kostentransparenz, Leverage, Verwahrung der Anlagen, Diversifikation, Anlagen)



Offen für Privatanleger

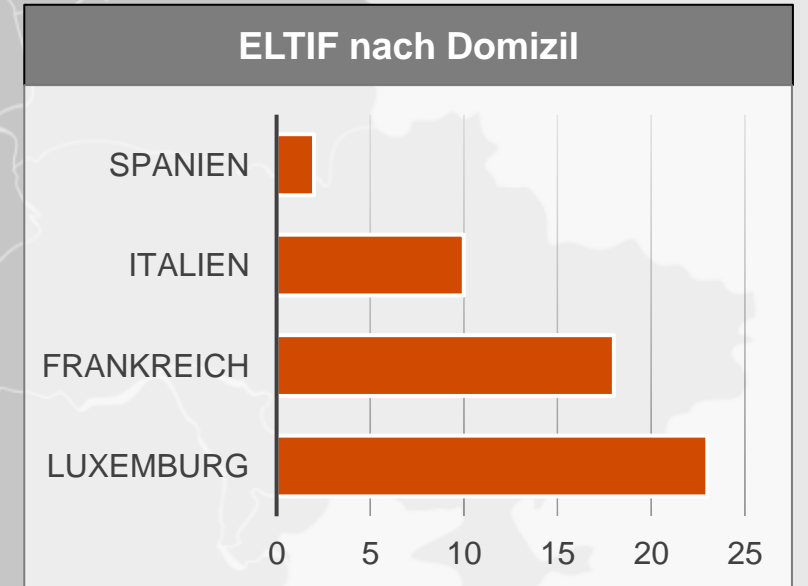
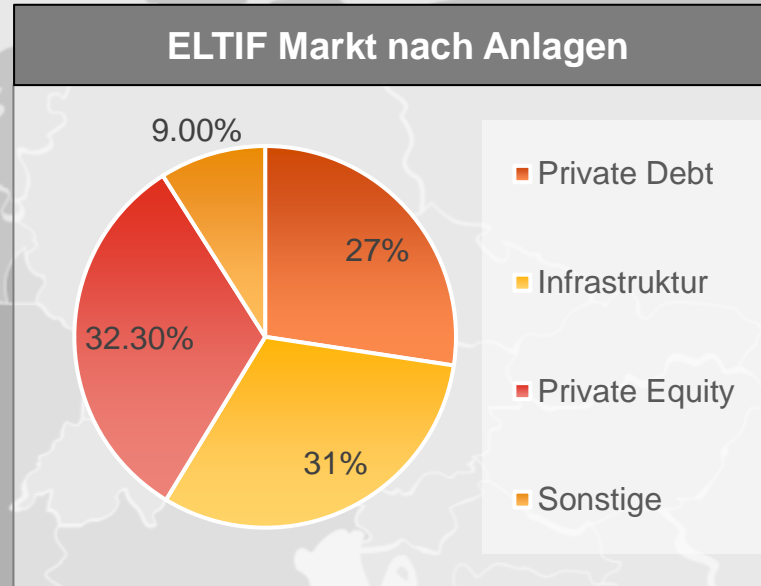
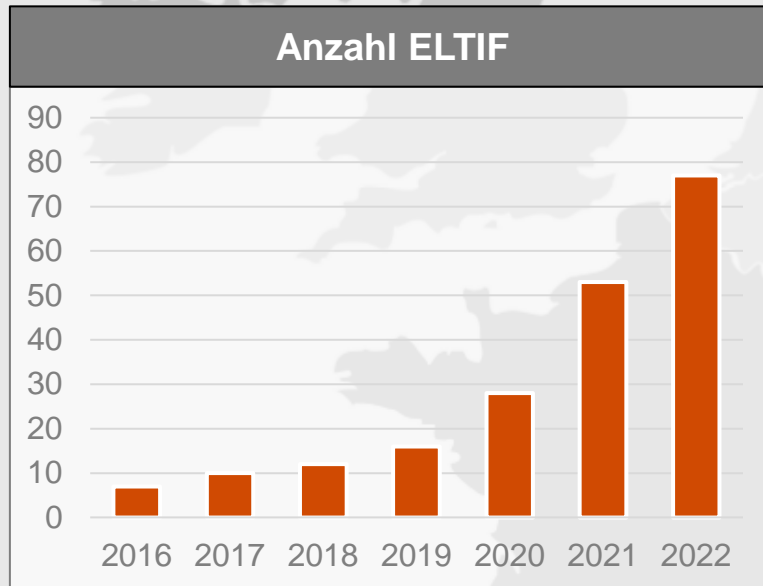


ELTIF können dank des EU-Passports innerhalb der  
EU/EWR einfach grenzüberschreitend vertrieben werden

European  
Long-Term  
Investment  
Fund



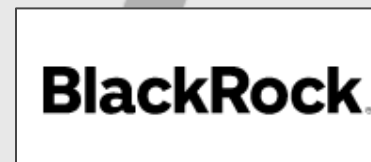
# Verhaltener Start, mit bedeutendem Wachstum ab 2020



Per Ende 2022: 77 ELTIF mit AuM von EUR 11.3 Mia.

59.5% der ELTIF auch für Privatanleger offen, Rest nur für professionelle Anleger

Bedeutende Anbieter von ELTIF sind u.a.



# 5 Gründe für den langsamen Start des ELTIF 1.0

1

**Hohe Hürden bei Privatanlegern** (Mindestbetrag und Obergrenze, separate Geeignetheitsprüfung bzw. Anlageberatung erforderlich, lokale Einrichtung als Ansprechpartner für den Anleger)

2

**Anlagerestriktionen** (mind. 70% in eligible assets bereits während des Portfolioaufbaus, enge Definition der eligible assets, hohe Diversifizierung, beschränkte Fremdkapitalquote)

3

**Attraktive andere AIF-Strukturen als Alternative** (sofern nur professionelle Anleger angesprochen werden sollen)

4

**Operationelle Hürden im Bereich Vertrieb und Settlement** (Prozesse für neue Anlageklasse mussten erst geschaffen werden bzw. waren zunächst noch stark manuell)

5

**Closed-ended / langer Anlagehorizon ohne Austrittsmöglichkeit** (gerade bei Kleinanlegern unbeliebt)



# Der ELTIF 2.0 – ein Neustart?

## Ausgesuchte Verbesserungen gegenüber ELTIF 1.0

### Erweiterung des Anlagespektrums

- Anlagen auch ausserhalb der EU zulässig
- Vereinfachung des Begriffs “Sachwert”
- Anlagen in gewisse “Finanzunternehmen”
- Zulässigkeit von Anlagen in Greenbonds

### Erleichterter Zugang für Kleinanleger

- Abschaffung Vorschriften bezüglich erforderlichen Privatvermögen und Streuung
- Keine Anlageberatung; aber MiFID Suitability
- Keine Einrichtung im Vertriebs-Mitgliedstaat

### Flexiblere Diversifizierungsanforderungen

- Unterscheidung zwischen ELTIF mit Privat- und ELTIF für professionelle Anleger
- ELTIF für professionelle Anleger kaum noch Vorschriften; ELTIF mit Privatanleger liberaler

### De facto “open-ended” ELTIF

- Keine open-ended ELTIF; Rückgabe der Anteile unter gewisse Voraussetzung möglich
- Für closed-ended ELTIF: Möglichkeit der Etablierung eines Liquidity-Matching Mechanismus

**Inkraft seit 8. April 2023**

**Anwendbar ab 10. Januar 2024**

### Neue mögliche Strukturen

- Ermöglichung von Master-Feeder Konstruktionen
- Erweiterung der Möglichkeit von Fund-of-Funds Strukturen



# Neue Vorschriften für Risikodiversifikation

	Aktuelle Vorschrift	Neue Vorschrift für ELTIF mit Privatanleger	Neue Vorschrift für ELTIF für prof. Anleger
Minimum investment in eligible assets	70%	55%	
Maximum investment in instruments issued by or loans granted to a single qualifying portfolio undertaking	10%	20%	No limit
Maximum investment in a single real asset	10%	20%	No limit
Maximum investment in a single ELTIF, EuvECA, EuSEF	10%	20%	No limit
Maximum investment in a single UCITS or EU AIF	N/A	20%	No limit
Maximum investment in UCITS eligible assets issued by any single body	5%	10%	No limit
Aggregate value of investments in ELTIF, EuvECAs, EuSEFs, UCITS and EU AIF	20%	No limit	
Aggregate value of investments in STS	N/A	20%	No limit
Counterparty risk in the context of OTC derivatives, repo and reverse repo	5%	10%	No limit
Concentration on a single ELTIF, EuvECA, EuSEF	25%	30%	No limit
Concentration on a single UCITS or EU AIF	N/A	30%	No limit
Borrowing of cash	30%	50%	100%



# Bedeutung des ELTIF 2.0 – generell und für Liechtenstein

- ELTIF hat das Potential zum **Game Changer** und könnte zum **“UCITS für alternative Anlagen”** avancieren
- Interessante Möglichkeit, auch **Privatanlegern Zugang zu Privatmarktanlagen und Infrastrukturinvestments** zu ermöglichen
- **Schaffung eines Sekundärmarktes** für Anteile an ELTIF scheint wünschenswert, um Privatanlegern einen vorzeitigen Ausstieg zu ermöglichen
- Die **Tokenisierung von ELTIF** könnte dereinst eine spannende Lösung sein, um einen effizienten Sekundärmarkt zu schaffen

- Liechtenstein hat die ELTIF-Verordnung per **7. Februar 2020** ins nationale Recht übernommen
- Bislang gibt es jedoch noch **keinen ELTIF mit Domizil Liechtenstein**
- Der Umstand dass der Liechtensteiner Fondsmarkt gerade im **alternativen Bereich** in den letzten Jahren ein **starkes Wachstum** gezeigt hatte, spricht dafür, dass Liechtenstein sich auch als Fondsdomizil für ELTIF etablieren könnte; es gilt den Anschluss zu anderen Europäischen Fondsstandorten nicht zu verpassen.







# Danke

This publication has been prepared for general guidance on matters of interest only, and does not constitute professional advice. You should not act upon the information contained in this publication without obtaining specific professional advice. No representation or warranty (express or implied) is given as to the accuracy or completeness of the information contained in this publication, and, to the extent permitted by law, PricewaterhouseCoopers AG, its members, employees and agents do not accept or assume any liability, responsibility or duty of care for any consequences of you or anyone else acting, or refraining to act, in reliance on the information contained in this publication or for any decision based on it.

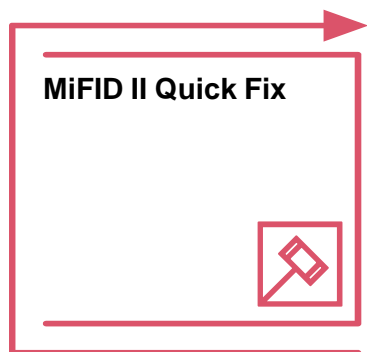
© 2023 PwC. All rights reserved. In this document, “PwC” refers to PricewaterhouseCoopers AG which is a member firm of PricewaterhouseCoopers International Limited, each member firm of which is a separate legal entity.

# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## Hintergrund

- Im **Juli 2020** wurde von der Europäischen Kommission im Rahmen des Pakets zur Erholung der Kapitalmärkte ein **Kapitalmarktrichtlinie** (Directive on Markets in Financial Instruments, MiFID II) **Quick Fix** vorgeschlagen, welcher seit dem **28. Februar 2022** in Kraft ist. Diese Änderungen wurden als **Reaktion auf die COVID-19-Krise** vorgenommen und sollen die **Auswirkungen der Pandemie** auf die Volkswirtschaft und **Finanzmärkte** mildern.
- Daneben legte die Europäische Kommission im **September 2020** einen neuen ehrgeizigen **Aktionsplan** zur Schaffung einer **EU-Kapitalmarktunion** (KMU) vor, der im Zeitraum 2020 bis 2024 verwirklicht werden soll. Mit diesem Aktionsplan sollen die **Kapitalmärkte weiterentwickelt** und der **Zugang zur Marktfinanzierung gewährleistet** werden.
- Daraufhin hat die Europäische Kommission im **November 2021** **neue Massnahmen** zur **Umsetzung der Kapitalmarktunion** bzw. zur **Stärkung der europäischen Kapitalmärkte** verabschiedet.
- **Teil des Massnahmenpakets** ist die lang erwartete **Überarbeitung** der **Kapitalmarktrichtlinie** und **Kapitalmarktverordnung** (Regulation on Markets in Financial Instruments, MiFIR). Dies ist das Ergebnis des Überarbeitungsprozesses von MiFID II. Voraussichtlich soll bis **Ende des 3. Quartals 2023** der **endgültige Gesetzestext** vorliegen.

### Teil 1: In Kraft seit dem 28. Februar 2022



### Teil 2: Bevorstehende Änderungen



Die Vorschläge zur Überarbeitung von MiFID II und MiFIR konzentrieren sich auf drei Hauptprioritäten:

- 1 Verbesserung der Transparenz und Verfügbarkeit von Marktdaten, um die Position von Kleinanlegern zu stärken.
- 2 Verbesserung der Wettbewerbsbedingungen zwischen den Ausführungsplätzen.
- 3 Sicherstellung, dass die EU-Marktinfrastrukturen international wettbewerbsfähig bleiben.



# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## Die wichtigsten potenziellen MiFID II und MiFIR Anpassungen

Während die Änderungen der MiFID II in erster Linie darauf abzielen, die **Kohärenz** mit den Änderungen der MiFIR zu gewährleisten, sind letztere recht **bedeutend** und betreffen **verschiedene Bereiche**.

### Potenzielle MiFID II Änderungen

- Abschaffung Zulassungspflicht für Personen, die auf eigene Rechnung an einem Handelsplatz über einen **direkten elektronischer Zugang** (Direct Electronic Access, DEA) handeln.
- Vereinbarungen über den **Datenstandard**.
- Aufhebung der **RTS 27** zur Meldung der Best Execution.

### Potenzielle MiFIR Änderungen

- Einführung eines einzigen «**konsolidierten Datentickers**».
- **Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen** (Payment for Order Flow, PFOF).
- **Begrenzung des anonymen Handels**.
- Änderungen in der **nicht-Eigenkapitaltransparenz**.
- Gültigkeit einer **Aktienhandelspflicht** (Share Trading Obligation, STO) nur für Aktien mit einer **EWR-ISIN**.
- Änderungen der **Aufschubfristen**.
- **Derivatehandelspflichten** (Derivatives Trading Obligation, DTO) und Angleichung an die europäische Marktinfrastrukturverordnung (European Market Infrastructure Regulation, EMIR).
- **Multilaterale Systeme** – Verpflichtung mit einer Handelslizenz zu arbeiten und Abgrenzung zwischen multilateralen und bilateralen System in die MiFIR verschoben.
- Verschärfung der **Transparenzpflichten** von **systematischen Internalisierern** (SI).
- Offener Zugang zu **börsengehandelten Derivaten** wird abgeschafft.

# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## 1) Einführung eines einzigen «konsolidierten Datentickers» für jede Anlageklasse

### Änderung

- Der Verordnungsentwurf sieht die Einführung eines **konsolidierten Datentickers** (zentrale Datenbank) vor, der eine umfassende **Übersicht über Marktdaten von Eigenkapital- und eigenkapitalähnliche Finanzinstrumente**, d.h. Kurse und Volumen gehandelter Wertpapiere, bereitstellen soll.
- Das **Ziel** von dieser zentralen Datenbank, ist die **Verbesserung der Preistransparenz** über die einzelnen Handelsplätze hinweg.
- Das Konzept eines Bereitstellers konsolidierter Datenticker für Eigenkapital- als auch Nichteigenkapitalinstrumente ist bereits in der **bestehenden MiFIR enthalten**. Bisher hat jedoch **keine beaufsichtigte Einrichtung die Zulassung als Bereitsteller konsolidierter Datenticker beauftragt**.
- Mit der Reform soll von einem Modell abgerückt werden, das auf **konkurrierenden Konsolidierern** beruht, die Marktdaten von verschiedenen Ausführungsplätzen zusammenführen. Vielmehr soll die Entstehung eines Bereitstellers konsolidierter Datenticker **für jede Anlageklasse** (Aktien, börsengehandelte Indexfonds, Anleihen und Derivate) **erleichtert** und die von der ESMA erkannten **drei Haupthindernisse beseitigt** werden.

### Haupthindernisse der bestehenden MiFIR

01

Unklar, wie ein Bereitsteller konsolidierter Daten die Marktdaten bei den Ausführungsplätzen oder Datenbereitstellungsdiensten beschaffen soll.

02

Die Qualität der von den Ausführungsplätzen gemeldet Daten reicht unter dem Gesichtspunkt der Harmonisierung für eine kosteneffiziente Konsolidierung nicht aus.

03

Fehlende geschäftliche Anreize, die Zulassung als Bereitsteller konsolidierter Datenticker zu beantragen.



### Lösungsvorschläge der Reform

- **Alle Handelsplätze** und **systematische Internalisierer** («SI») müssen den Bereitstellern konsolidierter Datenticker **Marktdaten** zur Verfügung stellen.
- Die **Datenqualität** muss durch eine **Harmonisierung der Datenmeldungen** verbessert werden.



# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## 2) Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen (Payment for Order Flow, PFOF)

### Definition PFOF

Unter PFOF wird die Praxis verstanden, bei der **Retail-Broker** für die **Weiterleitung von Kundenaufträgen** an bestimmte Marketmaker oder Handelsplatzbetreiber eine **Vergütung** erhalten. Das bedeutet, dass der Broker möglicherweise **nicht** den **bestmöglichen Preis** für den Kunden erzielt, sondern stattdessen einen Marketmaker oder Handelsplatzbetreiber auswählt, der ihm eine **Gebühr für die Weiterleitung von Kundenaufträgen zahlt**.

### Änderung

- Das Verbot der Entgegennahme von Zahlungen für die Weiterleitung von Kundenaufträgen war die **am meisten debattierte Änderung** während der Diskussionen im Rat.
- Im Entwurf der MiFIR wird vorgeschlagen, dass **Wertpapierfirmen**, die im Namen des Kunden handeln, **keine Gebühren, Provisionen oder nicht-monetäre Vorteile von Dritten für die Weiterleitung** von Kundenaufträgen an diese Dritten zur Ausführung **erhalten dürfen**. Die Verordnung lässt den Mitgliedstaaten jedoch die Möglichkeit offen, die **PFOF** nur in ihrem **Hoheitsgebiet** zuzulassen.
- Mit diesem Vorschlag geht es nicht nur um **potenzielle Nachteile für Privatanleger zu minimieren**, sondern auch um die **Stärkung der Markttransparenz und effizienten Preisbildung**.



# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## 3) Begrenzung des anonymen Handels

### Hintergrund

- **Transparenzvorschriften** regeln den Handel an den Börsen, auf alternativen Plattformen oder durch systematische Internalisierer.
- Die **Ausnahmen von Transparenzvorschriften** sind Ursachen für den vergleichsweise niedrigen Prozentsatz an Aktiengeschäften, die an kurstransparenten Handelsplätzen durchgeführt werden. Die bisherige MiFIR enthält bereits Bestimmungen, mit welchen diese Ausnahmen für die Transparenz eingeschränkt werden sollen, bsp. die zweifache Begrenzung des Volumens.
- Die **zweifache Begrenzung des Volumens** ist ein Mechanismus, der den Umfang des anonymen Handels auf einen bestimmten Anteil am gesamten Handel mit einem Eigenkapitalinstrument begrenzt:

1 Handelsplatzspezifischer Schwellenwert in der Höhe von 4 %.

2 EU-weiter Schwellenwert in der Höhe von 7 %.

- Wird dieser **Schwellenwert überschritten**, wird der **anonyme Handel** mit dem betreffenden Instrument an dem betreffenden Handelsplatz **ausgesetzt**.
- **Problematik:** Der handelsplatzspezifische Schwellenwert gestattet die **fortgesetzte Nutzung** dieser Ausnahmen **auf anderen Plattformen**, auf denen der Handel mit dem betreffenden Eigenkapitalinstrument **noch nicht ausgesetzt** ist, bis der unionsweite Schwellenwert überschritten wird.  
→ Dadurch entsteht hinsichtlich der **Überwachung** des Umfangs des anonymen Handels und der **Durchsetzung der Aussetzung** eine **komplexe Lage**.

### Änderung

- Um die zweifache Begrenzung des Volumens zu **vereinfachen**, dabei aber ihre **Wirksamkeit aufrechtzuerhalten**, ersetzt der Verordnungsentwurf die **zweifache** Begrenzung durch eine **einfache** Begrenzung des Volumens, indem der **handelsplatzspezifische Schwellenwert abgeschafft** wird.
- Die **neue einfache** Begrenzung des Volumens stützt sich ausschliesslich auf den **EU-weiten Schwellenwert in der Höhe von 8 %**.



# Überarbeitung von MiFID II und MiFIR – Neuerungen zur Stärkung der Markttransparenz

## Weitere wichtige regulatorische Entwicklungen im Bereich der KMU

### ESMA Leitlinien

- Um die Klarheit zu verbessern und die Konvergenz bei der Anwendung verschiedener Aspekte der **MiFID II** zu fördern, hat die **Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)** in den letzten Monaten **neue Leitlinien** entwickelt.
- Als Ergebnis umfangreicher Konsultationen wurden **die folgenden Leitlinien geändert**:

➔ Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID II-Anforderungen an die Angemessenheit und das reine Ausführungsgeschäft

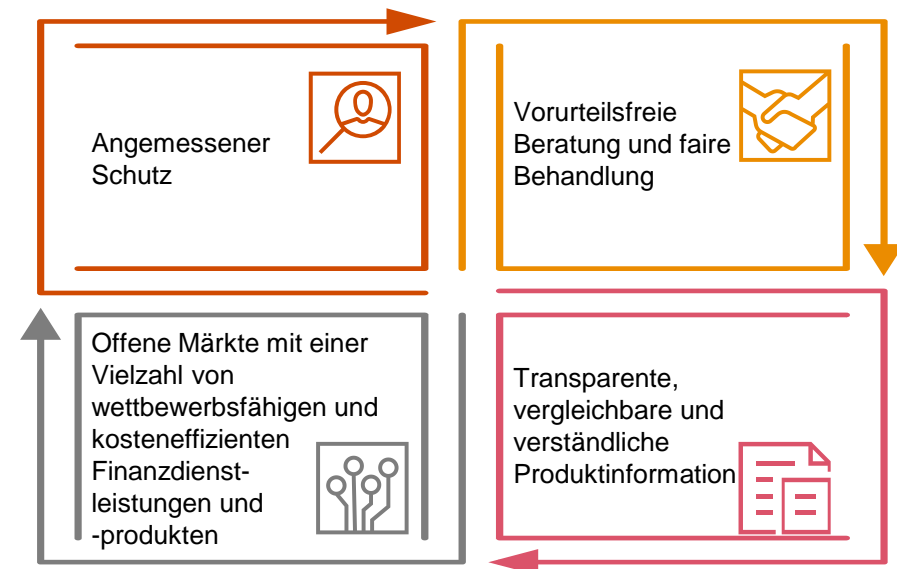
➔ Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID II-Anforderungen an die Eignung

➔ Leitlinien zu den Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II



### EU-Strategie für Kleinanleger

- Auf der **Grundlage des KMU-Aktionsplans 2020** bereitete die Europäische Kommission nebst der MiFID II und MiFIR Überarbeitung auch eine **EU-Strategie für Kleinanleger** vor, die eine ganzheitliche Betrachtung der **Anlegerschutzvorschriften** zum Ziel hat.
- Eines der **Hauptziele** der KMU ist es, die **Beteiligung von Kleinanlegern** an den Kapitalmärkten **zu erhöhen** und die EU zu einem noch **sichereren Ort** zu machen, an dem Einzelpersonen **langfristig sparen und investieren** können.
- Gemäss der EU-Strategie für Kleinanleger sollte jeder einzelne Anleger in den Genuss der Vorteile kommen:







# MiCA – neue europäische Regulierung für Kryptowerte

## Was ist MiCA?

- Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Regulierung der europäischen Verordnung über Kryptowerte (MiCA) ist ein seit 2018 entwickelter Regelungsrahmen, der darauf abzielt, die derzeit außerhalb des Geltungsbereichs liegenden Kryptowerten und ihre Dienstleister in der EU zu regulieren und ein einheitliches Lizenzierungssystem für alle bereitzustellenden Mitgliedsstaaten.
- Die MiCA wird nach ihrer Verabschiedung direkt EU-weit für alle Mitgliedsstaaten gelten.

## Ziele von MiCA?

Sicherstellung der Finanzstabilität und des Verbraucherschutzes bei gleichzeitiger Förderung technologischer Entwicklungen und Unterstützung von Innovationen durch:

- Schaffung von **Rechtssicherheit für Kryptowerte**, die nicht unter die bestehenden EU-Rechtsvorschriften zu Finanzdienstleistungen fallen, für die derzeit ein eindeutiger Bedarf besteht;
- Festlegung einheitlicher **Regeln für Krypto-Dienstleister (CASP) und Emittenten** auf EU-Ebene;
- Ersetzung bestehender nationaler Rahmen für Kryptowerten, die nicht unter die bestehenden EU-Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen (MiFID) fallen; Und
- Festlegung **spezifischer Regeln für „Stablecoins“**, auch wenn es sich um E-Geld handelt.