

Struktur, Regulierung und Transparenz der europäischen Aktienmärkte unter dem Regime der MiFID

Diese Kurzdarstellung verschafft Einblicke in die Auswirkungen der MiFID auf die europäischen Aktienmärkte und richtet dabei ein besonderes Augenmerk auf die Änderungen in der Struktur, Regulierung und Transparenz dieser Märkte.

Die Einführung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, kurz MiFID) im November 2007 setzte Wettbewerbskräfte in Handels- und Ausführungsplätzen frei. In seiner Publikation [Struktur, Regulierung und Transparenz der europäischen Aktienmärkte gemäß der MiFID](#) vom Januar 2011 untersucht das CFA Institute sowohl die traditionellen europäischen Marktstrukturen wie auch neuere Handelsplätze unter Berücksichtigung der Unterschiede in den regulatorischen Bestimmungen, die für jedes Handelssystem gelten. Das Verhältnis zwischen den Transparenzindikatoren in verschiedenen Handelsmärkten und den Geld-Brief-Spreads wurde einer empirischen Analyse unterworfen, aus der hervorgeht, dass niedrigere Geld-Brief-Spreads mit einem höheren Maß an Transparenz einher gehen.

Die Ergebnisse dieser Studie implizieren, dass die Förderung des Handels an transparenten, organisierten Handelsplätzen wünschenswert und die Auferlegung ähnlich lautender regulatorischer Bestimmungen für alle Handelsplätze empfehlenswert ist, um gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen und die regulatorische Arbitrage auf ein Mindestmaß zu beschränken. Die Studie fordert zudem eine Verbesserung der Qualität und Nutzbarkeit von Post-Trade-Daten.

Zusammenfassung der Grundsatzentwürfe

Die zu ergreifenden Maßnahmen sollten eine erhöhte Transparenz und einheitlichere Anwendung der Transparenzvorschriften innerhalb des rechtlichen Rahmens fördern. Um diese Transparenzziele zu erreichen, empfehlen wir folgende Grundsätze:

1. Marktstruktur: Mehr Handel an transparente, organisierte Handelsplätze bringen.

- a. *Die Ausführung von Aufträgen bis zu einer standardmäßigen Marktgröße außerhalb MiFID-konformer Handelsplätze (regulierter Märkte, multilateraler Handelssysteme oder systematischer Internalisierer) ist zu verhindern. OTC-Geschäfte sind für Ad-hoc-, große oder nicht standardmäßige Transaktionen akzeptabel. Es gibt jedoch nur wenige wirtschaftliche Beweggründe für einen standardmäßigen börsenfähigen Auftragsfluss über OTC-Kanäle. Die vorerwähnte Maßnahme würde zudem die regulatorische Arbitrage zwischen organisierten Handelsplätzen und OTC-Aktivitäten mindern.*
- b. *Die bestehenden Schwellenwerte, die große Aufträge von der Vorhandelstransparenz befreien, sind aufrechtzuerhalten. Eine Reduzierung dieser Schwellenwerte könnte eine negative unbeabsichtigte Wirkung auf die Markttransparenz haben. Seit der Einführung der MiFID hat die durchschnittliche Order- und Transaktionsgröße zwar abgenommen, was dazu führte, dass sich die Lücke zwischen großen und durchschnittlichen Aufträgen vergrößerte. Eine Senkung dieser Schwellenwerte würde jedoch den Anteil*

an Transaktionen, die im Dunkeln abgewickelt werden und zum gegenwärtigen Zeitpunkt bereits 40 bis 50 Prozent der Gesamtabschlüsse betragen, unweigerlich erhöhen.

2. **Regulatorische Rahmenbedingungen: Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen, damit Handelsplätze, die Transaktionen und Aufträge von ähnlicher Beschaffenheit und Größe ausführen, den gleichen Bestimmungen unterliegen.**
- a. *Crossing-Netzwerke, die eine multilaterale Auftragsausführung erleichtern und deren Auftragsvolumen in etwa dem eines multilateralen Handelssystems (MTF) entspricht, müssen sich als MTF registrieren und die gleichen Rahmenbedingungen erfüllen, die für MTFs gelten.* Damit wäre sichergestellt, dass alle „Marktplätze“ den gleichen marktorientierten Bestimmungen unterliegen. Zudem würde dies den Handel an organisierten Handelsplätzen anteilmäßig aufrechterhalten und die regulatorische Arbitrage unter den Handelsplätzen mindern.
 - b. *Eine Mindestschwelle für außerbörsliche Handelssysteme (Dark Pools) muss festgelegt werden, damit die Ausführung zu Preisen erfolgt, die sich innerhalb des angegebenen Spreads am Referenzmarkt der Aktie bewegen.* Die durchschnittlichen Transaktionsgrößen dieser Systeme entsprechen weitgehend denen transparenter Orderbuch-Märkte. Eine Mindestschwelle ist erforderlich, um die einheitliche Anwendung der Transparenzvorschriften auf Aufträge gleicher Größenordnung sicherzustellen. Auf diese Weise wird das Grundprinzip erhalten, dass nur große oder nicht standardmäßige Aufträge von den Anforderungen der Vorhandelstransparenz ausgeschlossen sind. Ein solcher Schwellenwert würde zudem helfen, den Handel an transparenten Handelsplätzen anteilmäßig aufrechtzuerhalten (Erwägungsgrund 1).
 - c. *Restaufträge (so genannte „Stubs“), die unter den Schwellenwert für große Aufträge fallen, müssen Vorhandelstransparenz haben.* Dies ist angemessen, um die faire Handhabung anderer Aufträge ähnlicher Größenordnung zu gewährleisten.

Weitere Überlegungen für eine Verbesserung der Markttransparenz:

3. **Verbesserung der Qualität und Nutzbarkeit von Post-Trade-Daten.**
- a. *Die nach dem Regelwerk der MiFID zulässigen Verzögerungen in der Veröffentlichung von Abschlüssen sind gemäß Empfehlung des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden zu verkürzen.* Die gegenwärtig zulässige Verzögerung von bis zu drei Tagen beeinträchtigt die Aktualität und Nutzbarkeit der Post-Trade-Daten. In der Regel sollte die Veröffentlichung der Handelsdaten auch in Ausnahmefällen nicht nach dem aktuellen Handelstag (oder nach Beginn des folgenden Handelstages) erfolgen. Verzögerte Veröffentlichungen sollten als solche in Handelsberichten gekennzeichnet werden.
 - b. *Die Empfehlungen des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden hinsichtlich der Einführung genehmigter Veröffentlichungsverfahren (Approved Publication Arrangements) sind umzusetzen, um die Genauigkeit, Konsistenz und Zuverlässigkeit der Post-Trade-Daten zu verbessern.* Die MiFID sollte die Veröffentlichung von Handelsdaten in einem standardisierten Format unter Verwendung einheitlicher Symbole vorsehen und entsprechende Verfahren zur Qualitätskontrolle vorschreiben, um die Qualität der Daten sicherzustellen. Diese Maßnahmen sind notwendig, um die Konsolidierung der Post-Trade-Daten zu vereinfachen.

- c. *Ein konsolidierter Börsenticker sollte eingeführt werden.* Investoren müssen sich ein vollständiges und genaues Bild über die Marktpreise und Handelskurse machen können, um den investitionsbezogenen Entscheidungsprozess zu vereinfachen und eine bestmögliche Ausführung zu erreichen und zu messen. Die MiFID sollte deshalb einen konsolidierten Börsenticker zur Auflage machen. Die Behörden sollten sich zwecks Entwicklung eines konsolidierten Börsentickers an die Industrie wenden, um gemeinsam Standards und zeitliche Rahmen festzulegen, welche die Anforderungen der Investoren erfüllen.

Zusammenfassung der Erkenntnisse

Marktstruktur

- Marktstrukturen können entweder als multilateral oder als bilateral klassifiziert werden, je nachdem, auf welche Art und Weise gehandelt wird.
- Multilaterale Handelsplätze sind unter anderem regulierte Märkte (RMs – also Börsen) und multilaterale Handelssysteme (MTFs; Multilateral Trading Facilities). Sie handeln in erster Linie nach ihrem jeweiligen Central Limit Order Book (CLOB)-Marktmodell, das die Aufträge verschiedener Dritter ohne jeglichen Ermessensspielraum nach vordefinierten Regeln zur Festlegung der Preis- und Zeitpriorität zusammenführt. Regulierte Märkte und transparente multilaterale Handelssysteme sind im Allgemeinen äußerst transparente Handelsplätze, die Vorhandelstransparenz durch ein offenes Orderbuch sowie Details über die ausgeführten Abschlüsse bieten. Im Gegensatz dazu zeigen die „verdeckten“ multilateralen Handelssysteme (so genannte „Dark Pools“) keine Aufträge an und bieten somit keine Vorhandelstransparenz. Post-Trade-Daten werden jedoch analog zu transparenten multilateralen Handelssystemen (MTFs) veröffentlicht. Tatsächlich müssen alle Transaktionen, ungeachtet ihrer Handelsplattform, möglichst annähernd in Echtzeit veröffentlicht werden, es sei denn, eine Transaktion ist „größer“ als dies normalerweise am Markt üblich ist.
- Zu bilateralen Marktstrukturen gehören systematische Internalisierer (SIs). Dies sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Handel für eigene Rechnung durch Ausführung von Kundenaufträgen betreiben und somit als Handelspartner für alle Kauf- und Verkaufsaufträge fungieren. Die systematische Internalisierung ist ihrem bilateralen Wesen nach eine Unterkategorie der Over-the-Counter (OTC)-Ausführung. Im Vergleich zu regulierten Märkten und multilateralen Handelssystemen sind die Anforderungen an die Vorhandelstransparenz für systematische Internalisierer begrenzt und beschränken sich auf Transaktionen bis zu einer standardmäßigen Marktgröße in liquiden Märkten. Im Großen und Ganzen ist die systematische Internalisierung weniger transparent als der Handel an regulierten Märkten und multilateralen Handelssystemen.
- Alle Transaktionen, die außerhalb der MiFID-Klassifizierungen für Handelsplätze (RM, MTF und SI) ausgeführt werden, gehören allgemein der OTC-Klassifizierung an. Dies umfasst Transaktionen wie nicht systematische, bilaterale Aufträge, die von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das als Auftraggeber oder Agent fungiert, auf Ad-hoc-Basis abgewickelt werden. Aufträge, die über interne Crossing-Netzwerke abgewickelt werden, gehören ebenfalls der OTC-Klassifizierung an. Diese Netzwerke (auch Dark Pool Crossing-Systeme genannt) werden von Investmentbanken und Wertpapierhändlern betrieben. Sie handeln auf Ermessensbasis und vereinfachen Transaktionen, indem sie das Zusammenführen von passenden Kundenaufträgen untereinander oder das Ausführen von Kundenaufträgen gegen Eigenbestände des Wertpapierhändlers ermöglichen. Die von Wertpapierhändlern betriebenen internen Netzwerke bieten Anonymität und legen die Order-Details vor der Ausführung nicht offen, so dass keine Vorhandelstransparenz gegeben ist.

Regulatorische Rahmenbedingungen

- Gemäß der MiFID sind regulierte Märkte und multilaterale Handelssysteme zur Vorhandelstransparenz verpflichtet und müssen im Rahmen ihrer Offenlegungspflichten die aktuellen Geld- und Briefkurse sowie die Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen veröffentlichen. Diese Daten müssen zudem laufend zur Verfügung gestellt werden. Auf diese Weise ist sichergestellt, dass die Orderbücher der regulierten Märkte und multilateralen Handelssysteme für alle Handelsteilnehmer sichtbar sind. Regulierte Märkte und multilaterale Handelssysteme sind somit die transparentesten Handelsplätze. Da sie darüber hinaus die gleichen Transparenzanforderungen erfüllen müssen, konkurrieren diese Handelsplätze unter den gleichen regulatorischen Bedingungen um Liquidität.
- Gemäß der MiFID dürfen die Aufsichtsbehörden den regulierten Märkten und multilateralen Handelssystemen Ausnahmen von der Vorhandelstransparenz für Aufträge und Handelssysteme gewähren, wenn eines der folgenden Kriterien erfüllt ist: a) die Aufträge haben einen großen Umfang; b) sie dienen als ‚Referenzpreissysteme?; c) es handelt sich um Systeme, die ‚verhandelte Transaktionen? formalisieren; und d) es handelt sich um Aufträge, die bis zu ihrer Marktoffenlegung in einem Abwicklungssystem gehalten werden (wie z.B. Iceberg-Orders). Dark Pool MTFs profitieren in der Regel am meisten vom Verzicht auf ein Referenzpreissystem. Sie bieten die passive Zusammenführung von Aufträgen zu Preisen, die an einen Referenzmarkt gebunden sind.
- Für systematische Internalisierer ist die Vorhandelstransparenz auf bestimmte Aktiengattungen und Transaktionsgrößen beschränkt. Systematische Internalisierer, die nur Transaktionen von einem Umfang abwickeln, der über der standardmäßigen Marktgröße liegt, sind von der Vorhandelstransparenz ausgeschlossen. Im Vergleich zu regulierten Märkten und multilateralen Handelssystemen sind die an sie gerichteten Anforderungen zur Vorhandelstransparenz also begrenzt.
- Die Auflagen für Vorhandelstransparenz gelten nicht für OTC-Transaktionen, die sich außerhalb der Definition für Handelsplätze nach der MiFID befinden.
- Die Bestimmungen für Nachhandelstransparenz gelten gleichermaßen für regulierte Märkte, multilaterale Handelssysteme und Wertpapierdienstleistungsunternehmen, unabhängig davon, ob das Wertpapierdienstleistungsunternehmen als systematischer Internalisierer fungiert oder an anderen OTC-Transaktionen beteiligt ist.
- Preis, Umfang und Ausführungszeit müssen für alle Transaktionen, ungeachtet ihres Abwicklungsortes, so weit wie möglich in Echtzeit veröffentlicht werden. Hiervon ausgeschlossen sind jedoch Transaktionen, deren Umfang die herkömmlichen Marktgrößen überschreitet.
- Abschlüsse, die mit einer Verzögerung veröffentlicht werden, bieten die geringste Transparenz. Dies liegt zum einen an ihrer geringeren Aktualität und zum anderen an der Tatsache, dass diese großen Abschlüsse keine Vorhandelstransparenz bieten, weil sie entweder außerbörslich ausgeführt werden oder von der Ausnahme profitieren, die für umfangreiche Aufträge in regulierten Märkten oder multilateralen Handelssystemen gewährt wird.
- Die Anforderungen an die Nachhandelstransparenz und die damit verbundenen verzögerten Veröffentlichungsverfahren gelten zwar gleichermaßen für Handelsplätze und OTC-Abschlüsse, aber die Art und Weise der Veröffentlichung ist unter Umständen anders, so dass Unterschiede in der Qualität, Konsistenz und Zuverlässigkeit der bekannt gegebenen Daten auftreten können. Darüber hinaus kann die Transparenz gemäß den Bestimmungen für Abschlüsse mit verzögerter Veröffentlichung je nach Art und Umfang der Aufträge variieren.

Statistische Zusammenhänge zur Handelstransparenz („Stylised facts“)

- Der Aktienhandel in Europa besteht ungefähr zur einen Hälfte aus Abschlüssen, die über RM- und MTF-betriebene transparente Orderbuch-Märkte abgewickelt werden, und zur anderen Hälfte aus außerbörslichen Abschlüssen mit geringerer Transparenz. Zwischen Januar 2008 und Oktober 2010 konnte kein signifikanter Aufwärts- oder Abwärtstrend ermittelt werden.
- Der Handel im Verborgenen (d.h. alle Abschlüsse, bei denen die beiden Seiten einer Order keine Vorhandelstransparenz bieten) war zwischen Januar 2008 und Oktober 2010 mit durchschnittlich etwa 46,4 Prozent ein wesentlicher Bestandteil des europäischen Aktienhandels. Dazu gehören unter anderem außerbörsliche Abschlüsse (zu denen die Dark Pools von Crossing-Netzwerken zählen), Abschlüsse, die nicht in Orderbüchern stehen und Handelssystemen gemeldet sind (einschließlich großer und verhandelter Transaktionen) sowie verdeckte Abschlüsse, die über multilaterale Handelssysteme abgewickelt werden. Im Vergleich dazu betrug der OTC-Handel in Europa im Oktober 2010 37,6 Prozent des Gesamthandelsvolumens (wobei Crossing-Netzwerke 3,2 Prozent des OTC-Handelsvolumens und 1,2 Prozent des Gesamthandelsvolumens ausmachten), während sich die nicht in Orderbüchern gelisteten, gemeldeten Börsentransaktionen auf 9,6 Prozent und die „verdeckten“ MTF-Abschlüsse auf 1,3 Prozent beliefen. Insgesamt belief sich der Anteil des Handels im Verborgenen somit auf 48,5 Prozent des Gesamthandelsvolumens. Werden die Aktivitäten der Crossing-Netzwerke und „verdeckten“ multilateralen Handelssysteme zusammen analysiert, fand im gleichen Monat 2,5 Prozent des gesamten Aktienhandels über Dark Pools statt.
- Abschlüsse, die nach dem Regelwerk der MiFID für verzögerte Veröffentlichungen mit einer Verzögerung bekannt gegeben werden, stellen im Schnitt ein Fünftel aller Abschlüsse dar.
- Die Daten lassen außerdem vermuten, dass der Umfang von Transaktionen im Schnitt abnimmt. Dieser Trend ist bei Dark Pool MTFs besonders ausgeprägt.

Empirische Analyse

- Wir ordnen den verschiedenen Handelsklassifizierungen ein Transparenz-Ranking zu. Nach diesen Rankings und den entsprechenden Marktanteilen jedes Handelstyps wird ein Transparenzindex erstellt, der die gewichtete durchschnittliche Transparenzpunktzahl (oder den Rang) des betreffenden Marktes widerspiegelt.
- Eine Analyse der Transparenzmaßnahmen für bestimmte europäische Märkte — Frankreich, Deutschland, Spanien, das Vereinigte Königreich und die Niederlande — lässt vermuten, dass (i) überdurchschnittliche Transparenzbewertungen weitgehend mit unterdurchschnittlichen Geld-Brief-Spreads verknüpft sind und (ii) ein beständiges Maß an Transparenz mit robusten Spreads einher geht.
- Zweitens wurde festgestellt, dass Änderungen in den Kennzahlen der Markttransparenz in den meisten Monaten zu negativen Veränderungen in den Geld-Brief-Spreads führen — das heißt, ein Anstieg der Transparenz kennzahlen bewirkt in der Regel geringere Spreads. In vier von insgesamt fünf untersuchten Märkten kann dies belegt werden.
- Drittens stimmt einschlägige akademische Literatur über Transparenz und Marktqualität mit diesen Erkenntnissen weitgehend überein. Die zu Rate gezogene Literatur ist zwar etwas uneinheitlich, äußert sich aber zugunsten einer größeren Transparenz.
- In diesem Sinne folgern wir abschließend, dass eine größere Markttransparenz für Investoren vorteilhaft ist.