

Baden-Württembergische Wertpapierbörse
Postfach 10 06 43 | 70005 Stuttgart

Per E-Mail: VII B5@bmf.bund.de

Bundesministerium der Finanzen

10117 Berlin

Baden-Württembergische
Wertpapierbörse

Dr. Christoph Boschan

Tel +49 711 222985-510

Fax +49 711 222985-545

christoph.boschan@boerse-stuttgart.de

Stuttgart, 30. November 2011

**Konsultation zu den am 20. Oktober 2011 veröffentlichten Legislativvorschlägen der
Europäischen Kommission im Zusammenhang mit dem MiFID-Review**

GZ: VII B 5 - WK 6210/07/0001

DOK: 2011/0877036

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir danken für die Möglichkeit zur Stellungnahme im vorliegenden Konsultationsverfahren zu den am 20. Oktober 2011 veröffentlichten Legislativvorschlägen der Europäischen Kommission im Zusammenhang mit dem MiFID-Review.

Die Börse Stuttgart¹ begrüßt die Bemühungen der Europäischen Kommission zur Reregulierung der Wertpapierhandelsmärkte.

Das zentrale Anliegen des Kommissionsvorschlages, mehr Transparenz im Wertpapierhandelsgeschehen zu verwirklichen, ist daher stark zu befürworten.

¹ Die Börse Stuttgart ist gemessen am Handelsvolumen in allen Anlageklassen die neuntgrößte europäische Börse. Als Marktführer für strukturierte Produkte in Europa und für Unternehmensanleihen in Deutschland, ist die Börse Stuttgart der führende europäische Börsenplatz für Privatanleger. Mit rund 39 Prozent des Orderbuchumsatzes ist die Börse Stuttgart die führende Präsenzbörse in Deutschland, beim Fondshandel ist sie Marktführer unter den Präsenzbörsen.

Die Vorschläge der Kommission bleiben dennoch unvollständig, denn es erschließt sich aus Anlegerschutzperspektive nicht, warum es gestattet ist, Aufträge von Privatanlegern einem ganz unterschiedlichen Schutzniveau auszusetzen, je nach dem, wo der Auftrag ausgeführt wird.

Im Einzelnen:

Die Richtlinie für Märkte in Finanzinstrumenten in ihrer jetzigen Form verursacht Schattenmärkte in vielerlei Hinsicht. Zunächst erfassen die Transparenzvorschriften² für den Wertpapierhandel nur Aktien, die an regulierten Märkten zugelassen sind³. Für diese werden darüber hinaus weitere Ausnahmen zugelassen, wenn Ausnahmegenehmigungen (sog. Waiver)⁴ erteilt werden oder Systematische Internalisierungssysteme (SI)⁵ nur Volumen über der Standardmarktgröße⁶ ausführen. Schließlich werden umfangreich Schattenmärkte dort zugelassen, wo Handel auf elektronischen Plattformen stattfindet, die nicht den in der Richtlinie geregelten Erscheinungsformen von Märkten (Betriebsformen), Regulierter Markt (RM), Multilaterales Handelssystem (MTF) oder Systematischer Internalisierer (SI) zugeordnet werden können. Letzteres ist ein Ergebnis der unzureichenden Definition der Betriebsformen, vor allem aber Ausdruck der Defizite in der Rechtsdurchsetzung des Betriebsrechts für Wertpapierhandelssysteme in der Europäischen Union. Im Zuge dessen haben sich eine Reihe von Handelssystemen gebildet, die keinerlei Transparenz über den an ihnen abgewickelten Handel herstellen. Zu diesen Systemen gehören insbesondere die 13 in Europa operierenden „Broker Crossing Networks“ (BCNs).

² Die Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) verpflichtet die Betreiber von Handelsplattformen zur kontinuierlichen Veröffentlichung der Geld- und Briefkurse nebst Volumen bzw. der verbindlichen Kursofferten, vgl. Art. 44, 29 und 27 RL 2004/39/EG (Vorhandelstransparenz) sowie zur Veröffentlichung des Kurses, des Umfangs und des Zeitpunktes der Geschäfte, vgl. Art. 45, 30 und 28 RL 2004/39/EG (Nachhandelstransparenz).

³ Diese Transparenzvorschriften gelten nur für Aktien, die an regulierten Märkten zugelassen sind, vgl. Art. 44, 45, 29, 30, 27, und 28 RL 2004/39/EG.

⁴ Vgl. Art. 44 Abs. 2, 45 Abs. 2, 29 Abs. 3 lit. b), 30 Abs. 2 und 28 Abs. 2 i.V.m. 45 Abs. 2 RL 2004/39/EG.

⁵ Siehe Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 RL 2004/39/EG.

⁶ Vgl. Art. 27 Abs. 1 UAbs. 2 RL 2004/39/EG. Nach Art. 27 Abs. 1 UAbs. 4 RL 2004/39/EG ist die standardmäßige Marktgröße für jede Aktiegattung eine Größe, die repräsentativ für den arithmetischen Durchschnittswert der Aufträge ist, die an dem Markt für die Aktien der jeweiligen Aktiegattung ausgeführt werden.

Die beschriebenen Schattenmärkte beschädigen die wichtige Preisfindungsfunktion der Märkte, denn es ist nur noch eingeschränkt sichtbar, welche Geschäftsangebote am Markt vorhanden sind und was, wo in welchem Umfang gehandelt wurde. Damit wird auch die Forderung nach der bestmöglichen Ausführung (Best Execution) für den Kunden konterkariert. An allen beschriebenen Schattenmärkten bzw. Schattenmarktfunktionalitäten werden – leider in zunehmendem Maße – auch Aufträge von Privatanlegern ausgeführt.

Angesichts dieser Realität ist es begrüßenswert, dass sich die Europäische Kommission dazu entschlossen hat, die Transparenzvorschriften auf alle Anlageklassen und alle elektronischen Plattformen auszudehnen sowie eine einheitliche Anwendung der Waiver durchzusetzen.

Die Kommission kehrt damit nach Jahren der Deregulierung zu einem Transparenzniveau zurück, dass an Regulierten Märkten seit langem verwirklicht ist⁷.

Leider vollzieht die Kommission den gleichen Schritt nicht hinsichtlich der anlegerschützenden Überwachung der Preisfeststellung⁸, der Zulassungsprozeduren für die Handelsgegenstände und die Handelsteilnehmer, sowie ihrer strikten Gleichbehandlung⁹. Auch nach dem neuen Kommissionsvorschlag ist es zulässig, Aufträge von Privatanlegern auf Plattformen auszuführen (MTFs und SIs oder gar im OTC-Handel) die weit hinter dem Standard der Regulierten Märkte zurückbleiben. Aufträge von Privatanlegern sollten ausschließlich an solchen Plattformen ausgeführt werden, die den höchsten Anlegerschutz verwirklichen –

⁷ Die an der Börse Stuttgart festgestellten Preise, Kurszusätze, Umsätze sowie die vor Preisfeststellung vorhandenen An- und Verkaufsangebote, sind über die Internetseite der Börse Stuttgart für alle Anlageklassen in Realtime, kostenlos und ohne jegliche Zugangshindernisse einsehbar. Darüber hinaus können getätigte Transaktionen über die tagesgültige Times & Sales-Funktion sowie über das Online-Kursblatt nachvollzogen werden. Vgl. www.boerse-stuttgart.de [Stand: 29.11.2011].

⁸ Die Überwachung der Preisfeststellung an Börsen wird von der dort ansässigen Handelsüberwachungsstelle (HÜSt) sichergestellt. Die HÜSt ist im öffentlichen Interesse tätig und hat gem. § 7 Abs. 1 BörsG als eigenständiges unabhängiges Börsenorgan den gesetzlichen Auftrag, den Börsenhandel und die Börsengeschäftsabwicklung zu überwachen sowie notwendige Ermittlungen durchzuführen.

⁹ Die Zulassung von Handelsgegenständen und Handelsteilnehmern an öffentlichen Börsen ist ein komplexes, dem Anlegerschutz dienendes Verfahren. Gleichzeitig haben Handelsteilnehmer sowie Emittenten, wenn sie die Voraussetzungen erfüllen, einen Zulassungsanspruch. Als Anstalten des öffentlichen Rechts haben Börsen die gesamte Marktordnung strikt an der Gleichbehandlung aller Teilnehmer auszurichten.

nämlich an den 52 miteinander konkurrierenden Regulierten Märkten in der Europäischen Union.

Für die Erfassung von bisher nicht geregelten elektronischen Handelssystemen, insbesondere der BCNs, schlägt die Kommission nun eine zusätzliche Kategorie eines Handelssystems, die „Organised Trading Facility“ (OTF) vor. Diese Betriebsform soll funktionell mit Regulierten Märkten und MTF identisch sein¹⁰ und gleichen Transparenzvorschriften unterliegen¹¹.

Dieser Weg ist nicht zielführend, denn OTFs soll ausdrücklich – und im Unterschied zu Regulierten Märkten und MTFs – ein Ermessensspielraum zugestanden werden, wie der Betreiber Wertpapieraufträge ausführt¹².

Die Materialien des Kommissionsvorschlages geben bislang keine Auskunft darüber, was mit diesem Spielraum gemeint ist¹³. Allein deswegen ist der Kommissionsvorschlag abzulehnen. Selbst eine Schärfung des Begriffes wird wenig hilfreich sein, denn zu welchen Ergebnissen gewährte Ermessensspielräume führen, zeigen die durch die MiFID-Deregulierung der Wertpapiermärkte etablierten Schattenmärkte zuverlässig. Jedenfalls wird der Ermessensspielraum nicht zugunsten derjenigen Marktteilnehmer ausgeübt werden, die den meisten Schutz benötigen, nämlich zugunsten der Privatanleger.

¹⁰ Vgl. 3.4.1. der Gesetzesbegründung zum Vorschlag für eine Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der RL 2004/39/ EG [KOM (2011) 656].

¹¹ Vgl. Erwägungsgrund 9 des Vorschlages für eine Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister [KOM (2011) 652].

¹² Vgl. 3.4.1. der Gesetzesbegründung des Vorschlages für eine Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der RL 2004/39/ EG [KOM (2011) 656] sowie Erwägungsgrund 8 des Vorschlages für eine Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister [KOM (2011) 652]. Darin heißt es: *„Während für geregelte Märkte und multilaterale Handelssysteme die nichtdiskretionäre Ausführung von Geschäften kennzeichnend ist, sollte der Betreiber eines organisierten Handelssystems bei der Entscheidung über die Art und Weise der Ausführung eines Geschäftes über einen Ermessensspielraum verfügen“*.

¹³ Im Erwägungsgrund 8 des Vorschlages für eine Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister [KOM (2011) 652] heißt es lediglich, dass: *„[...] für Geschäfte, die über ein von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes OTF abgeschlossen werden, [sollten auch] die Wohlverhaltensregeln und die Verpflichtung zur kundengünstigsten Ausführung und Bearbeitung von Aufträgen gelten“*.

Es ist daher nicht übertrieben, auf die Gefahr hinzuweisen, dass gerade der Orderstrom von Privatanlegern auf diesen Plattformen in benachteiligender Weise z.B. auf algorithmische und hochfrequente Handelsstrategien von institutionellen Teilnehmern treffen wird.

Es ist deswegen sicherzustellen, dass Privatanlegerorder nicht auf OTFs ausgeführt werden dürfen.

Wir haben keine Einwände gegen eine Veröffentlichung der Stellungnahme.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Christoph Boschan

Geschäftsführer

Baden-Württembergische Wertpapierbörse