

Trilogverhandlungen zur MiFID II / MiFIR

Besonderheiten des Derivateinsatzes
der Realwirtschaft beachten –
Transparenz und Liquidität des Aktienhandels
gewährleisten

1 Einleitung

Aus Sicht der Unternehmen, die den Kapitalmarkt zur Absicherung operativer Risiken und zu Finanzierungszwecken nutzen, hat das Deutsche Aktieninstitut stets betont, dass die geplante Ausweitung der MiFID auf die Derivatmärkte nicht die strategische Notwendigkeit der Realwirtschaft beeinträchtigen darf, Risiken aus dem operativen Geschäft abzusichern. Darüber hinaus muss die MiFID einen transparenten und fairen Preisbildungsprozess auf liquiden Kapitalmärkten ermöglichen, damit Investoren bereit sind, den Unternehmen Kapital für Investitionen in Wachstum und Beschäftigung bereitzustellen.

Dieses Positionspapier umfasst die Anregungen des Deutschen Aktieninstituts für den Trilog zwischen EU-Parlament, EU-Rat und EU-Kommission zur Überarbeitung der MIFID. Dabei werden zwei Aspekte adressiert:

- Die Regelungen zum Derivatemarkt, die die Besonderheiten realwirtschaftlicher Unternehmen angemessen berücksichtigen müssen;
- Die Regelungen zu den Aktienmärkten, die eine angemessene Transparenz und hohe Liquidität des Aktienhandels gewährleisten müssen.

2 Besonderheiten des Derivateinsatzes der Realwirtschaft berücksichtigen

Nichtfinanzielle Unternehmen nutzen Derivate zur Absicherung von Wechselkurs-, Rohstoffpreis- oder Zinsrisiken. I.d.R. haben diese Geschäfte einen unmittelbaren Bezug zum operativen Geschäft und erfolgen nicht aus einem Anlage- oder Spekulationsmotiv heraus.

Die Besonderheiten des Derivateinsatzes nichtfinanzieller Unternehmen wurden u.a. bereits durch eine Ausnahmeregelung in der Derivateverordnung EMIR und in der EU-weiten Umsetzung der Eigenkapitalanforderungen Basel III anerkannt (CRD IV / CRR). Nun gilt es, auch die MiFID-Regelungen entsprechend zu adjustieren, um den Derivateinsatz nichtfinanzieller Unternehmen im operativen Geschäft nicht zu erschweren und damit bereits bestehende regulatorische Ausnahmen nicht zu entwerten:

- Eine Erweiterung des Anwendungsbereichs darf nicht dazu führen, dass weite Teile der Realwirtschaft künftig als Wertpapierfirma die damit verbundenen Anforderungen erfüllen müssen. Auch müssen Warenderivate, die physisch erfüllt werden sollen, von dem Anwendungsbereich der MiFID ausgenommen werden.
- Derivate, die bilateral, d.h. „over-the-counter“ abgeschlossen werden, sind wesentlicher Bestandteil des Risikomanagements nichtfinanzieller Unternehmen. Dies muss beachtet werden, wenn der OTC-Handel regulatorisch eingeschränkt werden soll. Auch müssen die Transparenzvorschriften für die Handelsplätze und die Systematischen Internalisierer den Besonderheiten dieser bilateral vereinbarten Derivategeschäfte Rechnung tragen.
- Positionslimite für Warenderivate dürfen die Flexibilität im Risikomanagement nichtfinanzieller Unternehmen nicht einschränken. Auch ist ein „Real-Time-Reporting“ dieser Derivate unverhältnismäßig und stellt eine Redundanz zu den Meldepflichten gemäß der Derivateverordnung EMIR dar.

2.1 Zu weiter Anwendungsbereich

Bislang waren nichtfinanzielle Unternehmen, die das Wertpapiergeschäft i.d.R. ausschließlich im Wege des Handels auf eigene Rechnung betreiben, nicht „lizenzierungspflichtig“ gemäß der MiFID, d.h. sie wurden nicht als Wertpapierfirma eingestuft. Der Anwendungsbereich in Art. 2 MiFID soll nun erweitert werden. Problematisch für nichtfinanzielle Unternehmen könnten insbesondere Art. 2 Abs. 1d werden, mit dem der Eigenhandel unter bestimmten Voraussetzungen von den MiFID-Bestimmungen ausgenommen wird, und Art. 2 Abs. 1i, der bestimmte Finanzaktivitäten unter der Voraussetzung gestattet, dass es sich hierbei um eine Nebentätigkeit handelt.

Ein zu weitgehender Anwendungsbereich wäre für viele nichtfinanzielle Unternehmen mit der Gefahr verbunden, sich künftig als Wertpapierfirma unter der MiFID lizenzieren lassen zu müssen. Damit wären zusätzliche organisatorische Anforderungen verbunden. Darüber hinaus müssten die Unternehmen als Wertpapierfirmen andere Regularien erfüllen, etwa die Eigenkapitalvorschriften Basel III bzw. CRD IV / CRR. Ferner würden diese Unternehmen als finanzielle Gegenparteien unter der Derivateverordnung EMIR fungieren und wären damit u.a. uneingeschränkt clearingpflichtig.

Vor diesem Hintergrund sind insbesondere die Vorschläge des EU-Parlaments zu weitgehend. So soll die Ausnahme in Art. 2 Abs. 1d u.a. auf Unternehmen beschränkt werden, die „wegen des Umfangs ihrer Handelstätigkeiten keine signifikante Marktpräsenz haben“. Eine solche Formulierung verkennt, dass u.a. der Derivatebestand größerer nichtfinanzieller Unternehmen, der insbesondere zur Absicherung operativer Grundgeschäfte genutzt wird, durchaus signifikant sein kann. Dies gilt insbesondere für „enge“ Märkte mit nur wenigen Teilnehmern.

Ebenfalls in die falsche Richtung gehen die Vorschläge des EU-Parlaments zur „Nebentätigkeitsausnahme“ (Art. 2 Abs. 1i), die auch auf den Eigenhandel abstellt. Hier ist unklar, ob Unternehmen, die durch Art. 2 Abs. 1d ausgenommen sind, ebenfalls die Bestimmungen dieser Nebentätigkeitsausnahme erfüllen müssen. Wenn dies so wäre, müssten die betroffenen Unternehmen nach Vorstellungen des EU-Parlaments zumindest die „ordnungsgemäße“ Einhaltung der Nebentätigkeitsausnahme einmal jährlich gegenüber den Aufsichtsbehörden anzeigen, was einen deutlichen Zusatzaufwand bedeuten würde. Ebenfalls wird nicht ganz klar, ob Market Maker

in Warenderivaten künftig von der Nebentätigkeitsausnahme Gebrauch machen können. Wenn dies so wäre, wären Energieversorger, die als Market Maker Liquidität an den Energiemärkten spenden, künftig Wertpapierfirmen und damit durch einen deutlichen Zusatzaufwand belastet.

Zudem sind verschiedene Kriterien zur konkreten Definition von Nebentätigkeiten, die in Art. 2 Abs. 3a vom EU-Parlament konkretisiert werden, für die Realwirtschaft äußerst problematisch und bergen die Gefahr der Notwendigkeit einer MiFID-Lizenzierung mit den oben aufgezeigten unverhältnismäßigen Konsequenzen:

- Das Kriterium, dass die Finanztätigkeit ausschließlich den „kleineren Teil der Tätigkeiten“ auf Gruppen- und Unternehmensebene darstellen muss [Art. 2 Abs. 3a (b)], würde viele Unternehmen der Realwirtschaft der kompletten MiFID-Regulierung unterwerfen, obwohl sie Derivate zum Zwecke des Risikomanagements einsetzen. Gerade in größeren Konzernen wird das Risikomanagement i.d.R. zentral durch eine einzige organisatorische und/oder rechtliche Einheit für die gesamte Unternehmensgruppe durchgeführt, so dass die Finanz- und Risikomanagementtätigkeit für dieses Unternehmen logischerweise keinen „kleineren Teil“ darstellen kann. Damit droht für diese Einheiten die Gefahr, als Wertpapierfirma eingestuft zu werden.
- Auch das Kriterium, dass die relative Bedeutung der Finanzaktivitäten gegenüber den „Haupttätigkeiten und [gegenüber] der Bedeutung der Tätigkeit an den jeweiligen Märkten“ entscheidend sein soll, bringt die Absicherungsgeschäfte der Realwirtschaft potentiell in den Anwendungsbereich der MiFID II [Art. 2 Abs. 3a (c)]. Da regelmäßig bis zu 50 Prozent (teilweise auch mehr) des gesamten Umsatzes durch Derivate abgesichert wird, ist der Bestand an Absicherungsgeschäften im Vergleich zur kommerziellen Tätigkeit der gesamten Gruppe durchaus von großer Bedeutung. Wie oben schon erwähnt, kann diese relative Bedeutung gerade in engen Märkten hoch sein.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Die Vorschläge des EU-Parlaments zur Ausweitung des Anwendungsbereichs der MiFID halten wir für zu weitgehend. Angemessen und widerspruchsfrei sind hingegen die

Vorschläge des EU-Rates, denen im Verlauf der Trilogverhandlungen gefolgt werden sollten.

2.2 Warenderivate mit physischer Lieferung

Deutlich mehr Warenderivate mit physischer Lieferung sollen künftig unter bestimmten Bedingungen als Finanzinstrumente gelten (Anhang I, Abschnitt C, Nr. 6 MiFID). So sieht der Vorschlag der EU-Kommission vor, dass Warenderivate mit physischer Lieferung künftig als Finanzinstrumente angesehen werden, wenn diese über eine Organised Trading Facility (OTF) gehandelt werden. Davon wären unter Umständen auch Warenderivate betroffen, die u.a. von den Unternehmen der Realwirtschaft aus produktionswirtschaftlichen Gründen genutzt werden (bspw. Gas-/Stromverträge mit physischer Lieferung) und über elektronische Plattformen abgewickelt werden, die künftig möglicherweise als OTF fungieren. Diese Instrumente haben keinen „finanziellen“ Hintergrund, sondern einen eindeutigen Bezug zur operativen Tätigkeit des Unternehmens. Die Folge wäre, dass diese Instrumente künftig auch unter anderen Finanzmarktregulierungen als Derivate mit den entsprechenden regulatorischen Anforderungen betrachtet werden müssten. Bspw. müssten die EMIR-Anforderungen (Meldepflichten, Berücksichtigung bei der Bestimmung der Clearingpflicht, Risikominderungstechniken wie Portfolioabgleich usw.) auf die betroffenen Derivate angewandt werden. Dies wäre ein unverhältnismäßig hoher Aufwand für die nichtfinanziellen Unternehmen.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Analog zu den Vorschlägen des EU-Parlaments sollten Derivate auf Waren, die physisch geliefert werden sollen, von der Definition „Finanzinstrumente“ ausgenommen werden, unabhängig davon, über welchen Handelsplatz diese gehandelt werden.

2.3 Keine unverhältnismäßigen Einschränkungen des OTC-Derivatehandels

Nichtfinanzielle Unternehmen nutzen häufig „maßgeschneiderte“ Derivate, um das Risiko aus dem Grundgeschäft (Währungsschwankungen, Rohstoffpreisschwankungen usw.) passgenau hinsichtlich Laufzeit, Zahlungsströme usw. zu verringern. Standardisierte Produkte werden diesen Anforderungen meist

nicht gerecht, so dass sie keine „perfekte“ Absicherung des zugrundeliegenden Geschäfts ermöglichen. Da der Handel von Derivaten auf organisierten Handelsplätzen einen gewissen Grad an Standardisierung voraussetzt, schließen nichtfinanzielle Unternehmen ihre maßgeschneiderten Derivate häufig bilateral ab, d.h. „over-the-counter“ (OTC). Im Ergebnis bedeutet dies, dass der OTC-Handel mit nicht-standardisierten Derivaten für das Risikomanagement nichtfinanzieller Unternehmen unabdingbar ist.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Wir halten die Handelspflicht gemäß Art. 24ff. MiFIR für ausreichend, um die meisten „handelsgeeigneten“ Derivate, d.h. diejenigen Instrumente, die „clearingfähig“ und ausreichend liquide sind, künftig über regulierte Handelsplätze abzuwickeln. Die nicht von der Handelspflicht betroffenen Derivate können weiterhin OTC gehandelt werden.

Weitere Einschränkungen des OTC-Derivatemarktes lehnen wir als unverhältnismäßig ab. Dazu gehört insbesondere der Vorschlag des EU-Parlaments, unter bestimmten Bedingungen alle Geschäfte mit Derivaten, die nicht der Pflicht zum Handel über einen regulierten Handelsplatz unterliegen, über einen Systematischen Internalisierer handeln zu müssen (Art. 2a Abs. 2 MiFIR).

Diese Pläne würden u.a. den Wettbewerb der Anbieter mit entsprechenden Auswirkungen auf die Preise verringern (nach Angaben der ESMA gibt es derzeit nur 13 Systematische Internalisierer – ob es künftig mehr sein werden, ist völlig offen) und die Flexibilität der Unternehmen einschränken, passgenau ihre Risiken aus dem operativen Geschäft abzusichern. Ferner wären ggf. auch gruppeninterne Transaktionen unmittelbar von diesen restriktiven OTC-Vorschriften betroffen, die dann über eine regulierte Handelsplattform oder einen Systematischen Internalisierer abgewickelt werden müssten. Dies wäre nicht nur aufsichtsrechtlich verfehlt, sondern würde das Ende des zentralisierten Finanzierungs- und Risikomanagements in den Unternehmen und damit einen erheblichen Effizienzverlust bedeuten.

Schließlich widerspricht der Vorschlag des EU-Parlaments einer entsprechenden Definition in der Derivateverordnung EMIR. Unter Art. 2 Nr. 7 EMIR sind OTC-Derivate diejenigen Derivatekontrakte, deren Ausführung nicht auf einem geregelten Markt erfolgt; andere Derivate, die über einen MTF ausgeführt oder mit einem Systematischen Internalisierer oder einer anderen Wertpapierfirma abgeschlossen werden, sind hingegen OTC-

Derivate nach EMIR. Diese Inkohärenzen zwischen den unterschiedlichen Regulierungen würde zu Rechtsunsicherheiten unter den Marktteilnehmer führen und die Umsetzung der Regeln unverhältnismäßig erschweren.

2.4 Angemessene Vor- und Nachhandelstransparenz

Die Pflicht zur Vor- und Nachhandelstransparenz (Art. 7 und 9 MiFIR) betrifft künftig möglicherweise auch elektronische Plattformen wie 360T, Currenex oder FXall, über die nichtfinanzielle Unternehmen einen beträchtlichen Teil ihrer Derivatetransaktionen abwickeln. Auf diesen Plattformen findet kein dem Börsenhandel vergleichbarer multilateraler Handel statt; vielmehr wird der bilaterale OTC-Handel, der vor der Einführung dieser Plattformen ausschließlich telefonisch stattgefunden hat, erleichtert.

Bei diesen Absicherungsderivaten handelt es sich i.d.R. insbesondere hinsichtlich des Basiswerts und des Fälligkeitsdatums um nicht-standardisierte Produkte. Transparenzvorschriften nach dem Vorbild eines „offenen Orderbuchs“ an den Börsen hätten die Folge, dass in bestimmten Fällen auf die Identität der Nachfrager nach diesen Derivaten geschlossen werden könnte, da im Zweifelsfall das Orderbuch aus einer einzigen Order bestehen würde. Bei bestimmten Basiswerten oder Laufzeiten kommen eben nur ganz wenige potenzielle Kunden in Frage. Schlimmstenfalls wäre so die Vertraulichkeit der dem Derivat zugrundeliegenden Transaktion gefährdet, da Konkurrenten einen Einblick in die Risikostrategie des betroffenen Unternehmens hätten. Die Folge hiervon wäre unmittelbar, dass Unternehmen wieder stärker auf den telefonischen Abschluss von Derivaten setzen werden, um die Vertraulichkeit zu wahren. Die angedachte Vorschrift kann also dazu führen, dass die Transaktionskosten für die bislang auf den Plattformen abgewickelten Geschäfte massiv steigen, was das Risikomanagement der Realwirtschaft deutlich verteuert.

Unabhängig davon kann das Aufzeigen entsprechender Umsätze in engen Marktsegmenten die Preise verzerren: Falls eine Order aufgeteilt wurde (eine übliche Vorgehensweise für größere Transaktionen) dürften die später ausgeführten Orders spürbar teurer werden, da es unwahrscheinlich ist, dass maßgeschneiderte OTC-Transaktionen von verschiedenen Endanwendern gleichzeitig nachgefragt werden. Die Marktgegenseite kann daher darauf schließen, dass die einzelnen Orders auf ein und dasselbe Unter-

nehmen zurückzuführen sind und dementsprechend die Preise erhöhen. Auch dies behindert das Risikomanagement.

Die gleiche Problematik stellt sich bei den Transparenzvorschriften für den Systematischen Internalisierer (Art. 17 und 19 MiFIR). Außerdem müssen Systematische Internalisierer nicht-diskriminierende Quotes stellen und veröffentlichen. Bei Derivategeschäften könnte dies bedeuten, dass für alle Nachfrager nach einem bestimmten Produkt identische Quotes gestellt werden müssen, ohne bspw. die Bonität des Nachfragers, die gesamte Geschäftsbeziehung der Bank zu dieser Partei oder die Größe der Transaktion adäquat zu berücksichtigen. Es ist also davon auszugehen, dass sich durch die Verpflichtung zum Stellen von Quotes die Derivatepreise für gute Bonitäten verschlechtern werden, wenn dieses Problem nicht entsprechend in den Transparenzvorschriften durch Ausnahmeregelungen berücksichtigt wird.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Wir begrüßen den Ansatz des EU-Parlaments, u.a. Absicherungsderivate nichtfinanzieller Unternehmen sowie nicht der Handelspflicht unterliegende Derivate von den Vorschriften der Vorhandelstransparenz sowohl für die Handelsplattformen als auch für den Systematischen Internalisierer auszunehmen (Art. 7 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 1a MiFIR). In den Trilogverhandlungen sollte dieser Ansatz übernommen werden. Dabei sollte es auch nicht als problematisch erachtet werden, wie diese Absicherungstransaktionen identifiziert werden können. Im Rahmen der Berichtspflichten nach EMIR muss jeder Kontrakt mit einer nichtfinanziellen Gegenpartei der Kategorie „Absicherung“ oder „keine Absicherung“ eingeordnet werden.

Konsequenterweise sollten diese Ausnahmen ebenfalls für die Nachhandelstransparenz übernommen werden, da hier ähnliche Probleme hinsichtlich der Preisauswirkungen und der Vertraulichkeit – wie oben beschrieben – bestehen.

Darüber hinaus begrüßt das Deutsche Aktieninstitut mögliche Ausnahmen für „large in scale“ Derivatetransaktionen. Allerdings muss klargestellt werden, dass diese Ausnahmen unabhängig von der Art der Ausführung (quote-driven, voice broking, usw.) gelten.

2.5 Positionslimite für Warenderivate

Positionslimite für Warenderivate, die entweder von den Aufsichtsbehörden oder von den Marktbetreibern vorgegeben werden müssen, können das Risikomanagement nichtfinanzieller Unternehmen mit diesen Instrumenten deutlich einschränken (Art. 60 MiFID).

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Wir begrüßen es ausdrücklich, dass sowohl der EU-Rat als auch das EU-Parlament Absicherungsderivate von der Verpflichtung, starre Positionslimite einhalten zu müssen, ausgenommen haben. Allerdings sollte das Position Management Control (EU-Rat) bzw. die Position Checks (EU-Parlament), die für Absicherungsderivate gelten, möglichst schlank gehalten werden, um den Aufwand für die betroffenen Unternehmen gering zu halten.

2.6 Positionsreporting für Warenderivate

Die Betreiber der Handelsplattformen werden dazu verpflichtet, einmal wöchentlich einen Bericht über die Positionen von Warenderivaten und Emissionszertifikaten (bzw. Derivaten hierzu), die über diese Plattformen gehandelt werden, aufgegliedert in verschiedene Händlerkategorien zu veröffentlichen (Art. 60 Abs. 2 MiFID). Die Marktbetreiber sollen den zuständigen Aufsichtsbehörden auf Anfrage die Positionen aller Teilnehmer und Mitglieder übermitteln können. Dafür müssen die Mitglieder / Teilnehmer dieser Handelsplattformen ihre Positionen „real-time“ melden.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Ein Real-Time-Reporting ist insbesondere für nichtfinanzielle Marktteilnehmer äußerst aufwendig. In Bezug auf Warenderivate halten wir diese Pflicht zudem für überflüssig, da es bereits unter EMIR eine entsprechende Reportingpflicht für Derivate gibt. Dass ein Doppelreporting vermieden werden soll, unterstreicht auch Erwägungsgrund 29 MiFIR. Dieser Umstand muss in den Trilogverhandlungen berücksichtigt werden.

2.7 Abgrenzung von Termin- und Kassageschäften

Eine Abgrenzung zwischen Termin- und Kassageschäften findet sich in der MiFID bzw. der MiFID-Durchführungsverordnung bislang nur für bestimmte Warenderivate (Art. 38 Abs. 2 Verordnung (EG) Nr. 1287/2006). Ein Kassageschäft liegt dementsprechend u.a. dann vor, wenn die Lieferung innerhalb von zwei Handelstagen erfolgt. Für andere Derivate gibt es – wenn überhaupt – nationale Regelungen. Insbesondere im Rahmen der Implementierung der Derivateverordnung EMIR erscheint es angebracht, eine EU-weite Abgrenzung von Termin- und Kassageschäften einzuführen, um ein Level-Playing-Field zu erreichen.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Termin- und Kassageschäfte sollten eindeutig voneinander abgegrenzt werden; dies sollte in den Trilogverhandlungen berücksichtigt werden. Die Definition in Art. 38 Abs. 2 Verordnung (EG) Nr. 1287/2006, die bislang nur für bestimmte Warenderivate gilt, bildet hierfür eine gute Grundlage.

3 **Transparenz und Liquidität an den Aktienmärkten gewährleisten**

Die Börsennotiz ist für kapitalmarktorientierte Unternehmen eine wichtige Eigenkapitalquelle zur Finanzierung von Wachstum und Beschäftigung. Grundvoraussetzung für die Bereitschaft der Investoren, eine Aktie zu zeichnen und damit dem Unternehmen Kapital zur Verfügung zu stellen, ist die Möglichkeit, die Aktie jederzeit zu fairen Preisen am Sekundärmarkt veräußern zu können. Hierfür ist ein liquider und integrierter Handel an Kapitalmärkten notwendig, der einen fairen Preisbildungsprozess ermöglicht.

Neben Transparenzvorschriften bspw. im Rahmen von Beteiligungsmeldungen sind transparente Handelsplätze notwendig, um den Dialog zwischen den börsennotierten Unternehmen und ihren Investoren zu ermöglichen. Diese bieten dem Emittenten die Information, wo und in welchem Umfang die Aktien des jeweiligen Unternehmens gehandelt werden.

Die Überarbeitung der MiFID-Regulierung, die das Transparenzregime der Handelsplattformen und den Hochfrequenzhandel adressiert, muss diesen Anforderungen Rechnung tragen.

3.1 Regulierung des OTC-Aktienhandels / Transparenzregime

Die Umsetzung der Richtlinie MiFID im Jahr 2007 hat zwar den Wettbewerb unter den Handelsplätzen forciert, aber auch zur Fragmentierung der Handelsplätze beigetragen. Regulierte Märkte (klassische Börsen) und multilaterale Handelssysteme (MTFs), die nach der MiFID ähnliche regulatorische Anforderungen zu erfüllen haben, stehen heute in einem intensiven Wettbewerb um Liquidität zueinander. Ein großer Teil des Aktienhandels – Schätzungen gehen von 30 bis 50 Prozent aus – findet zudem „over the counter“ (OTC) statt, darunter sog. Broker Crossing Networks. Diese stellen zwar auch eine Form des multilateralen Handels dar, werden aber von der MiFID nicht als solche erfasst.

Der erhebliche Anteil des OTC-Handels trägt ebenfalls zur Zersplitterung der Liquidität einer Aktie bei, was die Gefahr höherer Kursschwankungen birgt

und die Preisbildung beeinträchtigen kann. Außerdem wird es den börsennotierten Unternehmen erschwert, die Handelsaktivitäten in ihren Aktien nachzuvollziehen und den Dialog mit den Investoren zu pflegen.

Zwar wird das Entstehen neuer Formen des multilateralen Handels OTC-Aktienmarkt im Rahmen der MiFID-Überarbeitung adressiert. Aus Sicht der kapitalmarktorientierten Unternehmen gibt es aber in folgenden Punkten noch Handlungsbedarf:

OTF-Kategorie für Aktien

Mit der Einführung der Plattformkategorie „Organised Trading Facility“ (OTF) sollen multilaterale Handelssysteme wie Broker Crossing Networks künftig einen MiFID-konformen Regulierungsrahmen erhalten, um ein Level-Playing-Field zu den anderen Plattformkategorien – Regulierter Markt und MTF – herzustellen. Dieser Anspruch kann aber nicht eingelöst werden, wenn die Betreiber von Aktien-OTFs die Möglichkeit erhalten sollen, diskretionäre, also im Ermessen des Plattformbetreibers stehende Ausführungspreise anzubieten. Dabei wird auf Preise referenziert, die sich nach diskriminierungsfreien und transparenten Regeln durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf Börsen ergeben haben. In der Konsequenz können die Betreiber von Broker Crossing Networks die Börsenpreise für Käufer unterbieten bzw. für Verkäufer überbieten. Dieser regulatorische Vorteil erhöht die Attraktivität von OTFs und verstärkt die Entwicklung, dass immer weniger Aktien über Börsen bzw. MTFs gehandelt werden. Die Fragmentierung des Aktienhandels wird damit weiter forciert. Am Ende dieser Entwicklung wird eine insgesamt ungenauere Preisbildung mit höheren Schwankungen stehen.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Alle Formen des multilateralen Handels im Aktienmarkt sollten konsequenterweise nach einheitlichen Regeln von den Kategorien Regulierter Markt und MTF abgedeckt werden. Eine zusätzliche Kategorie OTF, die regulatorisch im Vergleich zu den anderen beiden Kategorien besser gestellt wird, kann nicht dazu beitragen, gleiche Voraussetzungen im Wettbewerb der multilateralen Handelssysteme herzustellen. Daher schließen wir uns dem Vorschlag des EU-Parlaments an, für den Aktienhandel keine Kategorie OTF vorzusehen.

Ausnahmen im Transparenzregime

Das Prinzip der MiFID ist ein Transparenzregime mit wenigen Ausnahmen (sog. „waiver“). Zu viele Ausnahmen können dazu führen, die grundsätzlich hohen Transparenzanforderungen auszuhöhlen. Darum sollten Ausnahmen von den Transparenzvorschriften auf den Kauf oder Verkauf größerer Aktienpakete („large in scale“ Transaktionen) beschränkt werden. Müssten „large in scale“ Transaktionen vollumfänglich vor und nach den Geschäftsabschlüssen transparent gemacht werden, würde dies die Preisfindung an den Kapitalmärkten eher behindern. Alle anderen Transaktionen am Aktienmarkt sollten einheitlich die Vorschriften der Vor- und Nachhandels-Transparenz erfüllen.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Für den Aktienmarkt sind restriktive Ausnahmen in den Vorschriften zur Vor- und Nachhandelstransparenz anzustreben. Die Ausnahmen im Transparenzregime sollten auf „large in scale“ Transaktionen beschränkt werden, wie dies der Vorschlag der EU-Kommission in Art. 4 Abs. 1 MiFIR vorsieht.

OTC-Aktienhandel

Um die Transparenz auf den Aktienmärkten zu verbessern, sollte der OTC-Handel in liquiden, d.h. börsennotierten Aktien begrenzt werden.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Wir begrüßen den Vorschlag des EU-Rats, der für Wertpapierfirmen eine Handlungspflicht für Aktien vorsieht (Art. 20c MiFIR). Diesem Vorschlag zufolge dürfen Wertpapierfirmen – mit einigen Ausnahmen – an Börsen zugelassene Aktien nur noch über regulierte Handelsplattformen oder über Systematische Internalisierer handeln.

3.2 Regulierung des Hochfrequenzhandels

Aus Sicht kapitalmarktorientierter Unternehmen tragen kurzfristig orientierte Investoren wie Hochfrequenzhändler, die durch ihre Handelsaktivitäten Liquidität spenden, dazu bei, die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte zu erhalten und zu verbessern. Auch langfristig, strategisch orientierte Anleger sind auf kurzfristig agierende Investoren angewiesen, um jederzeit zu angemessenen Preisen aus ihrem Investment aussteigen zu können.

Durch verschiedene Zwischenfälle an den US-Börsen wird der Hochfrequenzhandel zunehmend kritischer gesehen (z.B. der „Flash Crash“). In unserer Stellungnahme zum deutschen Hochfrequenzhandelsgesetz hat das Deutsche Aktieninstitut bereits dargelegt, dass diese Zwischenfälle weniger mit dem Agieren der Hochfrequenzhändler zu tun haben, sondern vielmehr mit Defiziten in der Marktstruktur, bspw. mit dem Fehlen von Volatilitätsunterbrechungen (sog. Circuit Breaker).¹

Ein gesetzlicher Rahmen für den Hochfrequenzhandel muss die liquiditätsspendende Funktion dieser Marktteilnehmer erhalten. Um die Integrität der Kapitalmärkte zu erhalten, müssen aber sämtliche Möglichkeiten des Marktmissbrauchs durch den Hochfrequenzhandel wirksam unterbunden werden. Insgesamt bieten die Regelungen des deutschen Hochfrequenzhandelsgesetzes, das dieses Jahr verabschiedet wurde, ein gutes Vorbild für eine europäische Regulierung des Hochfrequenzhandels im Rahmen der MiFID.

Anregung des Deutschen Aktieninstituts: Die Regulierung des Hochfrequenzhandels muss verhältnismäßig sein und darf die liquiditätsspendende Funktion des Hochfrequenzhandels nicht beeinträchtigen. Dazu gehört es, erworbene Wertpapiere so schnell wie möglich wieder verkaufen zu können, um das aus dem Wertpapierbesitz resultierende Marktrisiko zu minimieren. Restriktionen wie die Verpflichtung von Hochfrequenzhändlern zur permanenten Liquiditätsbereitstellung (Art. 17 Abs. 3 MiFID des Vorschlags der EU-Kommission bzw. des EU-Parlaments), eine Mindestverweildauer für Aufträge oder höhere Gebühren für stornierte Aufträge (Art. 51 MiFID des Berichts des EU-Parlaments), würden hingegen die Flexibilität des Hochfrequenzhandels unverhältnismäßig einschränken und damit das Geschäftsmodell unattraktiv machen. Dies hätte möglicherweise einen Rückgang des Handelsvolumens mit entsprechenden negativen Auswirkungen auf die Marktliquidität zur Folge. Insgesamt könnten die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und die Möglichkeit der Unternehmen, über Börsen Kapital für Wachstum und Beschäftigung zu erhalten, beeinträchtigt werden.

Hingegen begrüßen wir Maßnahmen, die die Handelssysteme sicherer machen und Marktmissbrauch durch Hochfrequenzhändler wirksam bekämp-

¹ Vgl. Deutsches Aktieninstitut: Kommentar zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)“ vom 11. Januar 2013 (www.dai.de).

fen. Dazu gehört die Notwendigkeit, eine Lizenz als Wertpapierfirma zu beantragen (Art. 2 Abs. 1d MiFID) und die Einführung von Vorkehrungen wie Volatilitätsunterbrechungen (Art. 17 und Art. 51 MiFID).

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Tel. + 49 69 92915 - 20
Fax + 49 69 92915 - 12
kuhn@dai.de
www.dai.de

