

Die MiFID – Auswirkungen auf den Wertpapierhandel

Von Robert Ertl*

1. Was ist die MiFID?

Die EU-Finanzmarktrichtlinie MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) aus dem Jahr 2004 ist Teil des Financial Services Action Plans (FSAP) der Europäischen Kommission und ersetzt die bisherige Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ISD aus dem Jahr 1993. Die Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente und die Richtlinie 2006/73/EG der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG wurden in 2007 mit dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) in deutsches Recht umgesetzt.

Die Durchführungsrichtlinie wurde mit diesem Gesetz soweit in deutsches Recht transformiert, als eine Regelung durch Gesetze sinnvoll und verhältnismäßig erschien. Die verbleibenden Teile der Durchführungsrichtlinie wurden durch Rechtsverordnungen geregelt.

Insbesondere wurden geändert das Wertpapierhandels-, das Börsen- und das Kreditwesengesetz, das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, die Börsenzulassungsverordnung, das Verkaufsprospekt-, das Handels- und das Aktiengesetz, um nur die wichtigsten zu nennen.

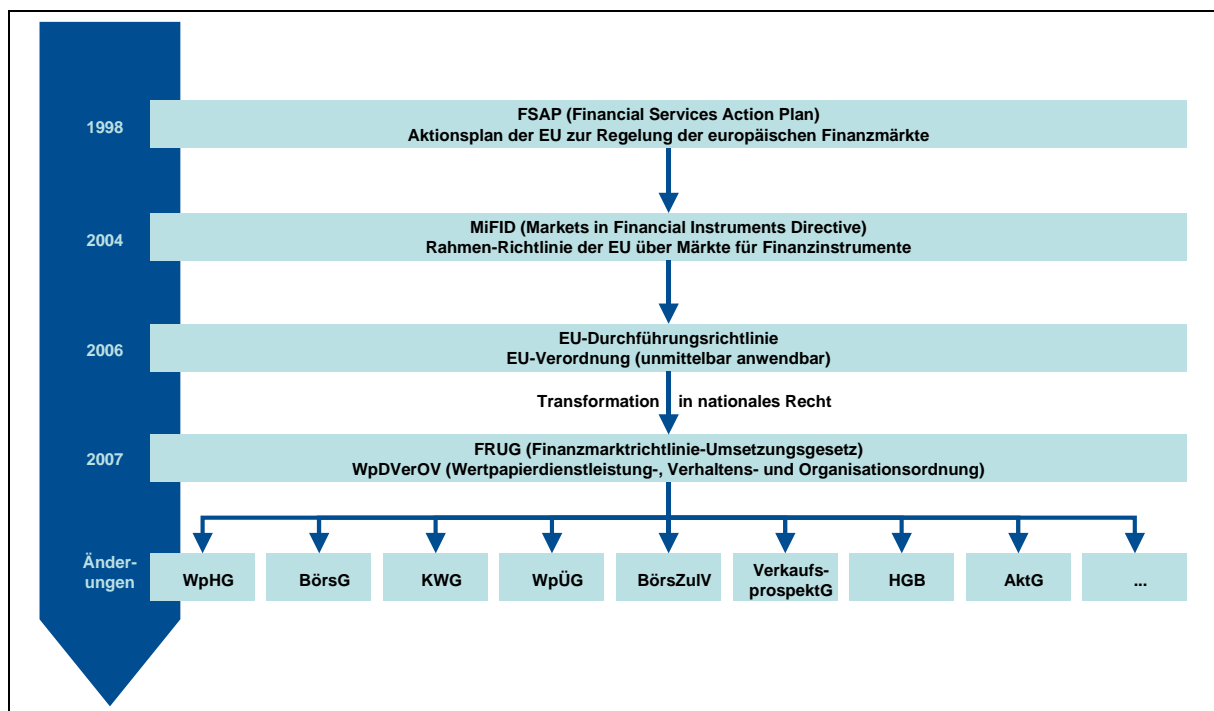


Abbildung 1: Entwicklung der Regelung der europäischen Finanzmärkte hin zu den Änderungen in nationalem Recht

Aus Sicht einer Börse ist vor allem der mit der Umsetzung der MiFID neu eingeführte § 33a WpHG relevant. Dieser verpflichtet Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Grundsätze der Auftragsausführung (Execution Policy) zu definieren und anzuwenden sowie die Effizienz dieser Vorkehrungen zu überwachen. Als Ergebnis soll das bestmögliche Ergebnis für den Kunden erreicht werden. Aufgrund der weit reichenden Implikationen wird auch der Schwerpunkt in diesem Beitrag auf der Best Execution liegen.

2. Was wollte der Gesetzgeber mit der MiFID erreichen?

Wesentliche Ziele der MiFID sind die Erhöhung der Transparenz, die Stärkung des Wettbewerbs unter verschiedenen Anbietern von Finanzdienstleistungen (sog. „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“) und nicht zuletzt die Verbesserung des Anlegerschutzes.¹

3. Wer ist von der MiFID betroffen?

Zu den direkt Betroffenen, die die Richtlinie zu befolgen haben, zählen alle Finanzdienstleister in der EU: Banken, Handelsplattformen, Börsen, Anlageberater, Vermögensverwalter, aber auch Maklerunternehmen und Händler.

Daneben gibt es die potenziellen „Nutznießer“, also die Kunden der aufgezählten Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Diese werden klassifiziert in die Kategorien „Privatanleger (Retail Client)“, „Professioneller Kunde (Professional Client)“ oder „Geeignete Gegenpartei (Eligible Counterparty)“. Jeder Kunde erfährt eine seiner Klassifizierung entsprechende Behandlung bzw. genießt ein unterschiedliches Schutzniveau, das beim „Privatanleger“ am höchsten ist. Bei den „Professionellen Kunden“ geht man davon aus, dass sie über ausreichende Erfahrungen und Kenntnisse verfügen, ihre Anlageentscheidungen selbst treffen und die damit verbundenen Risiken beurteilen können. Professionelle Anleger sind u.a. Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds, aber auch z.B. börsennotierte Unternehmen. Das geringste Schutzniveau genießen die „Geeigneten Gegenparteien“ (z.B. Banken, Versicherung oder Wertpapierfirmen). Im Übrigen können sich sowohl professionelle Kunden als auch geeignete Gegenparteien auf den Status „Privatanleger“ (mit all den verbundenen Rechten) „downgraden“ lassen. Im umgekehrten Fall kann auch eine Einstufung auf Antrag eines Privatkunden als „Professioneller Kunde“ vorgenommen werden.

4. Was sind die wichtigsten Regelungsbereiche der MiFID?

a. Erhöhung der Transparenz

Wie bereits oben angesprochen, ist die Erhöhung der Transparenz eines der Hauptanliegen der MiFID. Zum Beispiel haben Börsen und börsenähnliche Einrichtungen hohe Anforderungen an die Vor- und Nachhandelstransparenz zu erfüllen.

Während außerbörsliche Plattformen an dieser Stelle vielleicht Handlungsbedarf haben, sind die Börsen seit jeher bestens gerüstet: Alle notwendigen Informationen (Handelstag, Handelszeit, gehandeltes Instrument, Stückpreis, Währung, Menge, Stückzahl) werden bereits heute von Börsen unverzüglich dem Markt zur Verfügung gestellt. So veröffentlicht z.B. die Börse München sämtliche Kursinformationen über CEF und auch realtime im Internet in Pushtechnologie. Zudem publiziert sie über die Anforderungen hinausgehende Angaben zum jeweiligen Referenzmarkt der notierten Wertpapiere, zur jeweiligen Handelsform und zu prozentualen Spreads im Fondshandel etc.

Massiver sind jedoch die Banken betroffen. So sind die Kunden über Zuwendungen zu informieren, die beim Erwerb von Investmentfonds und Anlagezertifikaten (Ausgabeaufschlag, Vertriebsprovisionen, Bestandsvergütungen usw.) oder der Vermögensverwaltung anfallen. Diese sogenannten „Inducements“ sind durch § 31d WpHG geregelt und nur unter bestimmten Voraussetzungen zulässig. So dürfen sie nicht dem Kundeninteresse widersprechen, müssen auf eine Qualitätsverbesserung der Wertpapierleistung ausgerichtet sein und – wie schon erwähnt – dem Anleger im Voraus umfassend, verständlich und deutlich offen dargelegt werden.

Darüber hinaus müssen mögliche Interessenkonflikte dargestellt werden, die z.B. im Wertpapierkommissionsgeschäft, im Eigenhandel oder im Emissionsgeschäft auftreten können. Diese Interessenkonflikte müssen durch aufbauorganisatorische Maßnahmen (z.B. „Chinese Walls“) und ablauforganisatorische Maßnahmen (z.B. Offenlegung von Geschäften in Finanzinstrumenten) vermieden werden.

¹ Vgl. Amtsblatt der Europäischen Union v. 30.04.2004 – L145

b. Bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen (Best Execution)

§ 33a WpHG regelt die bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen im Sinne des Gesetzgebers. So muss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Aufträge seiner Kunden für den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten ausführt, Grundsätze zur Auftragsausführung festlegen und diese mindestens jährlich überprüfen, um das bestmögliche Ergebnis für seine Kunden zu erreichen und sicherstellen, dass die Ausführung jedes einzelnen Kundenauftrags nach Maßgabe dieser Grundsätze vorgenommen wird (§ 33a Abs. 1 WpHG).

Dabei müssen bei der Aufstellung der Ausführungsgrundsätze alle relevanten Kriterien zur Erzielung des bestmöglichen Ergebnisses berücksichtigt und nach Kundengruppen gewichtet werden (§ 33a Abs. 2 WpHG).

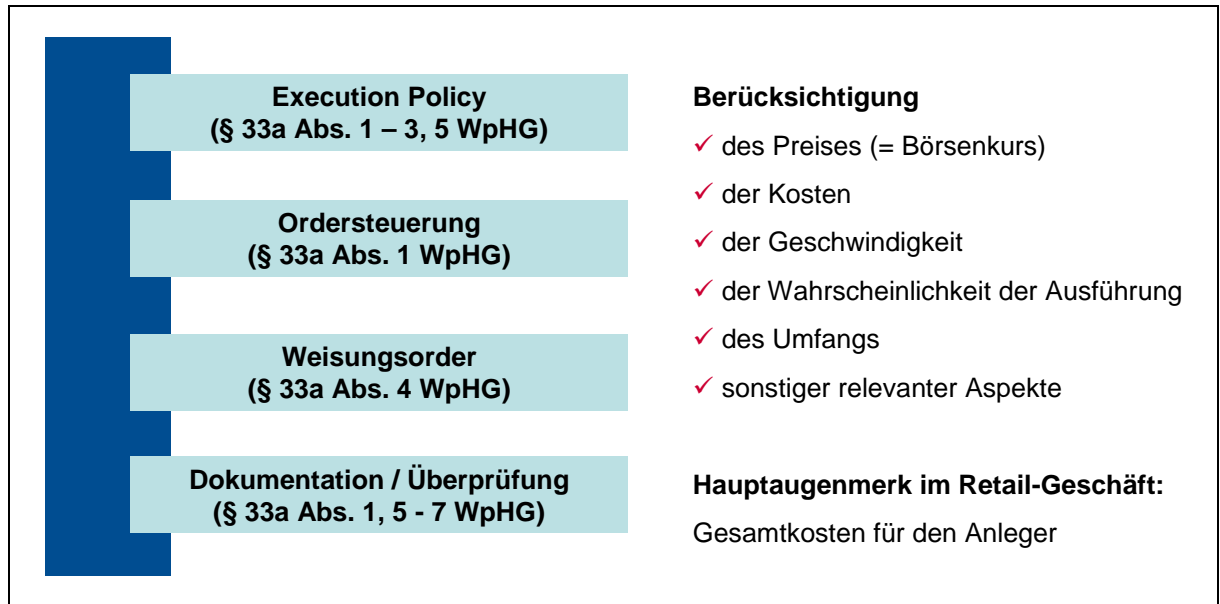


Abbildung 2: Anforderungen der MiFID – Best Execution als Organisationspflicht

Die Komplexität des Börsenhandels und seiner Usancen machen es unmöglich, die Bestausführung auf Einzelorderbasis und zu jedem Zeitpunkt zu garantieren. Deswegen wird lediglich eine Bestausführung auf aggregiertem Niveau verlangt. Abseits juristischer Implikationen ergeben sich für Banken und Sparkassen hier neue fachliche Fragestellungen. Nicht nur die Umsetzung der Best Execution und deren Überprüfung sondern auch die dauerhafte Weiterentwicklung und Anpassung an veränderte Wettbewerbsverhältnisse sind Know-how-Komponenten, die jetzt bei den Kreditinstituten gefragt sind.

5. Was regelt die Best Execution im Detail?

a. Kriterien und deren Gewichtung

Als Kriterien zur Sicherstellung der Best Execution nennt § 33a Abs. 2 WpHG insbesondere die Preise der Finanzinstrumente, die mit der Auftragsausführung verbundenen Kosten, die Geschwindigkeit, die Wahrscheinlichkeit der Ausführung und die Abwicklung des Auftrags sowie den Umfang und die Art des Auftrags (siehe Abb. 2).

Führt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen Aufträge von Privatkunden aus, müssen die Ausführungsgrundsätze Vorkehrungen dafür enthalten, das bestmögliche Ergebnis zu erzielen. Dieses hat sich am Gesamtentgelt der Ausführung zu orientieren und ergibt sich aus dem Preis für das Finanzinstrument (= Kurs) und sämtlichen mit der Auftragsausführung verbundenen Kosten. In der Praxis haben sich zwei alternative Verfahrensweisen etabliert: Auf der einen Seite wurden Verfahren entwickelt, die sich ausschließlich am Gesamtentgelt orientieren. Dabei werden die sonstigen Aspekte, wie die Geschwindigkeit oder die Wahrscheinlichkeit der Ausführung, nur dann berücksichtigt, wenn sich an mindestens zwei Ausführungsplätzen ein Gesamtentgelt in gleicher Höhe ergibt. Nachdem in Deutschland mehrere Börsenplätze und außerbörsliche Plattformen existieren, ist dieses Szenario identischer Gesamtentgelte in der Praxis jedoch unwahrscheinlich. Diese Vorgehensweise

erscheint aus mehreren Gründen diskussionswürdig: Der Preis für das Finanzinstrument kann a priori nicht bei allen Börsenplätzen bestimmt werden, so dass eine a posteriori-Betrachtungsweise notwendig ist. Das heißt, es müssen Stichproben verwendet werden, die eine Einschätzung der Preisqualität erlauben. Bei der Vielzahl der in Deutschland gehandelten Wertpapiergattungen (alleine in München werden fast 5.000 Aktien aus 60 Ländern gehandelt), der Vielzahl von Handelsplattformen und Börsen, Börsenhandelszeiten von 09.00 – 20.00 Uhr und über 200 Handelstagen ist klar, dass es sich hierbei um eine fehlerbehaftete Prozedur handelt, wie es bei Stichprobenverfahren der Fall ist. Konsequenterweise müsste diesem Stichprobenfehler Rechnung getragen werden und eine Art Toleranzintervall um die ermittelten Werte gelegt werden, so dass Unterschiede erst ab einer gewissen Größe als „echte Unterschiede“ anerkannt werden und Konsequenzen in den Rankings mit sich ziehen. Auch die enormen Unterschiede in den Auftragsvolumina lassen eine centgenaue Betrachtungsweise von Unterschieden in den Gesamtentgelten als problematisch erscheinen, da unterschiedliche Courtagemodelle und Entgeltmodelle an den verschiedenen Börsen- und Handelsplätzen bestehen. So existieren courtagefreie Zonen, volumen- und stückabhängige Preismodelle sowie Unterschiede in den Kosten für Clearing und Settlement.

Zum Anderen existieren Scoringmodelle, bei denen die Ausführungsplätze nach den o.g. Kriterien bewertet werden und pro Ausführungsplatz dann ein gewichteter Ratingwert entsteht. Im Falle der Privatanleger beträgt dann typischerweise die Summe der Gewichte für den Preis und die mit der Auftragsausführung verbundenen Kosten über 50 % der Gewichtungssumme. Diese Vorgehensweise erscheint praxisnäher, da die Erfahrungen des Kreditinstitutes in die Bewertung eines Börsenplatzes mit eingehen.

Die Prüfungspraxis wird zeigen, welche Modelle Bestand haben werden und aus Sicht der Prüfer die gesetzlichen Vorgaben erfüllen.

b. Kriterien und Dienstleistungsangebot der Börsen

Die Kosten einer Wertpapierorder (Provision, Spread, etc.) in einem deutschen oder ausländischen Standardwert haben sich für den Privatanleger in den letzten zwei Jahrzehnten bereits um mehr als 90 % ermäßigt. Treiber hierfür waren die Technologieentwicklung und der Wettbewerb. So bereicherten die Regionalbörsen das Angebot mit Innovationen, verbesserten Dienstleistungen und Ausführungsgarantien. Im Falle der deutschen Börsen kann mit Recht behauptet werden, dass die Best Execution bereits vor der MiFID umgesetzt wurde. Eine kurze Gegenüberstellung der Kriterien nach § 33a Abs. 2 WpHG zeigt dies deutlich:

(1) Preise der Finanzinstrumente

Die Qualität der Preisfeststellung ist im wesentlichen von mehreren Faktoren abhängig: Vom Preisbildungsmechanismus, der Verlässlichkeit der Preissaussage und dem Ausschluss von Marktversagen. Beim Preisbildungsmechanismus setzt es sich mehr und mehr durch, so genannte „Referenzmärkte“ zu beachten, die in Bezug auf gehandelte Volumina und Enge des Spreads Maßstäbe setzen. An der Börse München ist für jedes Wertpapier ein Referenzmarkt definiert; dies ist z. B. für deutsche Blue Chips Xetra® und für ausländische Papiere der Heimatmarkt. Durch dieses Referenzmarktprinzip gelingt es, engste Spreads zu erzielen:

Wertpapiergruppe	Spread (in %)
DAX®	0,07%
MDAX®	0,23%
EuroStoxx50®	0,12%
DowJones30	0,59%

Quelle: MiFID-Performance Report der Börse München, www.boerse-muenchen.de²

Auch die Verlässlichkeit der Preissaussagen spielt für die Beurteilung der Preisqualität eine wichtige Rolle. So ist der engste Spread nutzlos, wenn der Skontroführer (Makler an Präsenzbörsen) die Möglichkeit hat, die Taxe nach Eingang einer Order zu ändern. Handelbare Quotes, wie sie z.B. von Xetra® oder der Börse München veröffentlicht werden, bergen diese Gefahr nicht. Ein drittes wesentliches Merkmal ist der Ausschluss des Marktversagens. Dies wird durch intelligente Volatilitätsunterbrechungen erreicht. An

² Stand: Januar 2008

der Börse München kommt zudem ein sog. „Spread-Observer“ zum Einsatz: Überschreitet der Spread einer Wertpapiergattung am Referenzmarkt vorher festgelegte Größen, wird der Handel unterbrochen, da ein Marktgleichgewicht vorliegt.

(2) Die mit der Auftragsausführung verbundenen Kosten

Neben dem Preis (=Kurs) eines Finanzinstruments (z.B. Wertpapier) wird das Gesamtentgelt auch durch die Abwicklungskosten bestimmt.

Dabei fließen alle durch die Ausführung verbundenen Kosten mit ein, die an den einzelnen Abwicklungsstufen des Kaufs oder Verkaufs des Finanzinstruments anfallen.

An der Börse München z. B. fallen dabei als Gebühr für den Kauf oder Verkauf von Aktien aus dem DAX® 0,04 % Maklercourtage (bei sonstigen Aktien oder Fonds 0,08 %), sowie 1,00 EUR Schlussnotengebühr an.

Entsprechend unterschiedlich ist die Handhabe der Gebühren und Provisionen bei den einzelnen Banken und Online-Brokern. Sofern ein Auftrag für ein Finanzinstrument an mehreren konkurrierenden Börsenplätzen ausgeführt werden kann, werden auch diese als Kosten im Rahmen der Ausführung erfasst und bestimmen das Gesamtentgelt des Finanzinstruments.

Zusätzlich zu den Kosten, die durch die Börsen erhoben werden, fallen für eine Ausführung auch Kosten für das „Clearing und Settlement“, also die wert- und stückzahlmäßige Zuteilung der Wertpapiere an. Diese wird für alle inländischen Börsenplätze durch die Deutsche Börse Group durchgeführt. Die Kosten hierfür sind deshalb durch die einzelnen Börsenplätze nicht beeinflussbar.

Was die Kosten der Börsen betrifft, lässt sich zusammenfassend feststellen, dass der Eingangs erwähnte Wettbewerb innerhalb der deutschen Börsenlandschaft zu einem konstant niedrigen Kostenniveau hierzulande geführt hat. Weitere Spielräume sind hierbei vorerst begrenzt sind. Gemessen am Umsatz einer Order ist zudem der Anteil der Kosten der Ausführung, die durch die Börse verursacht werden, mit einem Anteil von meist unter 0,1 % marginal gering und sollte nicht als alleiniges Entscheidungskriterium fungieren.

(3) Geschwindigkeit der Ausführung

Ein weiterer Aspekt, den die MiFID in ihre Betrachtungsweise mit einbezieht, ist die Geschwindigkeit der Ausführung. Wie schnell eine Order ausgeführt werden muss, hat für den Anleger einen hohen Stellenwert. Eine hohe Ausführungsgeschwindigkeit zu garantieren und dabei den besten Preis für das Finanzinstrument zu gewährleisten, ist ein wichtiger Faktor bei der Orderaufgabe. Die Börse München hat mit ihrem Marktmodell MAX-ONE einen anlegergerechten Ausgleich gefunden: Bei hochliquiden Wertpapieren, wie z.B. bei DAX®, MDAX®, EuroStoxx50®, oder DowJones30-Titeln sorgt die Handelsform des „Continuous Trading“ durch eine schnelle, elektronische Ausführung mit automatischen Matching für einen schnellen Handel. Bei weniger liquiden Titeln – oder bei Auftragsvolumina oberhalb der quotierten Volumina – sorgt die Handelsform „Continuous Auction“ durch die Kombination einer computervorbereiteten Preisfeststellung mit dem korrigierenden Faktor Mensch für eine schnelle Ausführung bei höchster Preisqualität:

Wertpapiergruppe	Ausführungszeit (Ø)
DAX®	11,3 Sek.
MDAX®	15,2 Sek.
TecDAX®	20,2 Sek.
EuroStoxx50®	9,8 Sek.
Stoxx50®	9,5 Sek.
DowJones30	15,9 Sek.
NASDAQ100	24,3 Sel.

Quelle: MiFID-Performance Report der Börse München, www.boerse-muenchen.de³

³ Stand: Januar 2008

(4) Wahrscheinlichkeit der Ausführung und Umfang der Order

Ein weiteres Kriterium einer bestmöglichen Ausführung ist die Wahrscheinlichkeit, in welchem Umfang eine Order an einem Börsenplatz ausgeführt wird. Hierbei ist vor allem das Problem der Teilausführungen relevant. Teilausführungen kommen in der Praxis vor, wenn eine Order nicht im gesamten ausgeführt werden kann. Dies ist vor allem bei vollelektronischen Handelssystemen wie Xetra® der Fall. Bei dieser Art von System wird eine eingehende Order mit einer preisgleichen anderen Order ausgeführt. Liegt zu diesem bestimmten Preis kein ausreichend großes Gegenangebot vor, so wird die Order in mehreren Teilen ausgeführt. Der Anleger erhält dann das Wertpapier zu einem Durchschnittspreis, der sich aus den Teilausführungen ergibt. Da einzelne Banken Teilausführungen gesondert in Rechnung stellen, kann dies für den Anleger auch aus Kostengründen nachteilig sein.

Mit ihrem Marktmodell MAX-ONE garantiert die Börse München eine vollständige Orderausführung. Die Skontroführer der Börse München treten dabei als Gegenpartei ein und versorgen den Markt mit der notwendigen Liquidität. Dieses Prinzip ist auch in der Börsenordnung der Börse München verankert.⁴

Wertpapiergruppe	Quotierungsvolumina (Ø) (= Garantierte Mindestliquidität pro Order)
DAX®	Ca. 57.000 EUR
MDAX®	Ca. 19.000 EUR
TecDAX®	Ca. 12.000 EUR
EuroStoxx50®	Ca. 42.000 EUR
Stoxx50®	Ca. 38.000 EUR
DowJones30	Ca. 70.000 EUR
NASDAQ100	Ca. 21.000 EUR

Quelle: MiFID-Performance Report der Börse München, www.boerse-muenchen.de⁵

Sollte es doch zu Teilausführungen kommen, so sind diese nachvollziehbar und auch begründet, z.B. bei weltweitem Liquiditätsengpass oder aber auch bei ausverkauften Rentenemissionen. Die Vollausführungsquote der Börse München beträgt im Durchschnitt über alle Wertpapiergruppen 99,6 %:

Wertpapiergruppe	Vollausführungsquote (in %)
DAX®, MDAX®, EuroStoxx50®, Stoxx50®, DowJones30, NASDAQ100	100,00%
SDAX®	99,99%
TecDAX®	99,98%
Fonds	99,91%
Renten	99,30%

Quelle: MiFID-Performance Report der Börse München, www.boerse-muenchen.de⁶

(5) Sonstige relevante Aspekte

Zu den sonstigen relevanten Aspekten zählen beispielsweise die Transparenz des Handels, dessen Überwachung und die Maßnahmen zur nachträglichen Abwicklung. Hierbei bestehen durchaus große Leistungsunterschiede zwischen Ausführungsplätzen – vor allem zwischen den Börsen und außerbörslichen Plattformen. Die Börse München und

⁴ Vgl. § 27 der Börsenordnung für die Börse München (Bestausführungsprinzip – Best Execution)

⁵ Stand: Januar 2008

⁶ Stand: Januar 2008

auch andere öffentlich-rechtliche Börsen sorgen mit ihrer unabhängigen Handelsüberwachung für die Einhaltung und Dokumentation der Abwicklung. Ein weiterer Mehrwert für den Kunden ist die Versorgung mit börsenrelevanten Informationen, wie Realtime-Kursen und täglichen Marktberichten. Dies unterstützt den Anleger beim Ordern und somit auch bei der bestmöglichen Ausführung seiner Kauf- oder Verkaufsentscheidung.

Darüber hinaus werden Zusatzservices von Börsen wegen der MiFID an Bedeutung gewinnen. Die Börse München liefert bereits heute sog. „MiFID-Reports“ an ihre Marktteilnehmer. Darin wird die Einhaltung der „Best Execution-Policy“ nachgewiesen. Diese Berichte erleichtern Banken und Sparkassen die Erfüllung ihrer künftigen Dokumentationspflichten in erheblichem Umfang. Zudem werden Teile des Anfragemanagements für einige Banken und Sparkassen übernommen: Dabei wird jede eingehende Anfrage zu einer Kursstellung an der Börse München dokumentiert und ausgewertet. Die Ergebnisse münden in einen permanenten Qualitätsverbesserungsprozess.

6. Fazit und Ausblick

Ob die Ziele der MiFID „Erhöhung der Transparenz“, die „Stärkung des Wettbewerbs unter Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ und die „Verbesserung des Anlegerschutzes“ bereits erreicht wurden, ist fraglich. Zumindest ist festzustellen, dass sich viele Banken und Sparkassen wieder intensiver mit den verschiedenen börslichen und außerbörslichen Ausführungsplätzen auseinandersetzen. Mit Spannung werden die ersten Prüfungsergebnisse der Best Execution Policies durch die Wirtschaftsprüfer erwartet. Dabei wird sich zeigen, ob es bei der Best Execution um unerhebliche Gebührenvorteile geht oder um die Qualität der Orderausführung insgesamt.

*Der Autor ist Leiter Marketing und Vertrieb der Börse München