

## MiFID II – noch nicht vollständig umgesetzt und schon wieder in Überarbeitung

Die Überarbeitung der MiFID I (Markets in Financial Instruments Directive) war ein sehr umfassendes Projekt. Sie betrifft alle Akteure, die sich auf den Finanzmärkten bewegen und wurde größer als erwartet. Was nicht verwunderlich ist, da die Überarbeitung auch Reaktionen auf die Finanzkrise beinhaltet, wie die Handelsplatzpflicht für OTC-Derivate. Der Gesetzgeber hat zu Recht den positiven Beitrag, den Finanzmarktinfrastrukturen beim Aufbau sicherer, transparenterer und effizienterer Finanzmärkte der Zukunft leisten, erkannt. Außerdem sehen wir die Ausweitung der Transparenzregeln von Aktien auf alle Finanzinstrumente. Der Erhalt und die Verbesserung von Transparenz ist der Schlüssel für gut funktionierende Märkte. Denn dies schafft die Grundlage für einen stabileren und effizienteren Finanzmarkt und bereitet die Bühne für ein genaueres Verständnis und die bessere Überwachung der Märkte. Zu guter Letzt gab es Anpassungsbedarf aufgrund technologischer Entwicklungen wie des algorithmischen Handels.

Die MiFID II wird uns auch weiterhin beschäftigen. Nach mehr als acht Jahren intensiver Diskussionen und Planungen der Aufsichtsbehörden und der Finanzindustrie, sowie mehr als 30.000 Seiten, die geschrieben, gelesen, analysiert und umgesetzt werden mussten, ist MiFID II zum 3. Januar 2018 endlich in Kraft getreten.

Wir bei der Gruppe Deutsche Börse haben immer geglaubt – und tun dies auch weiter –, dass der Aufwand der Mühen wert ist, um die Ziele des Gesetzgebers, die Verbesserung von Transparenz, Stabilität und Anlegerschutz, zu erreichen. Gerade weil die Klagen über die Startschwierigkeiten und den Aufwand bei der Umsetzung der neuen Regeln derzeit recht laut sind, sollten wir das große Ganze nicht aus den Augen verlieren.

Zugegebenermaßen brauchen einige Aspekte noch etwas Zeit. Noch haben nicht alle Mitgliedsstaaten die MiFID II komplett umgesetzt, und in vielen Bereichen werden zusätzliche Daten benötigt, um die Grenzwerte richtig zu kalibrieren und die Regeln anwendbar zu machen. Wir sind aber sicher, dass diese Probleme mit der Zeit gelöst werden.

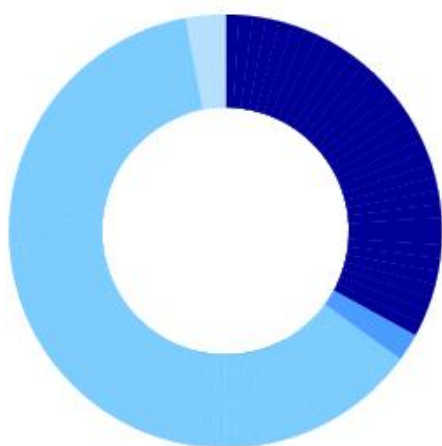
### **Die neuen Regeln gelten endlich – wie reagieren die Märkte?**

Die MiFID II hat große Datenströme in Bewegung gesetzt. Diese Daten schaffen die Voraussetzungen, um die Transparenz zu verbessern und die Qualität der Märkte zu verbessern. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass einige Regeln erst im Laufe des Jahres in Kraft treten, darunter die öffentliche Bekanntgabe der Ausführungsqualität im April, die Liquiditätsbeurteilung für Unternehmens- und Staatsanleihen im Mai, sowie die Zulassungspflicht für Systematische Internalisierer (SI) im September.

Erste Beobachtungen seit dem Inkrafttreten zeigen, dass die Märkte am 3. Januar erfolgreich öffneten: der Großteil der Marktteilnehmer war gut vorbereitet und die Märkte funktionierten ohne größere Störungen. Neue Handelsplätze, SIs und Datenserviceanbieter wurden

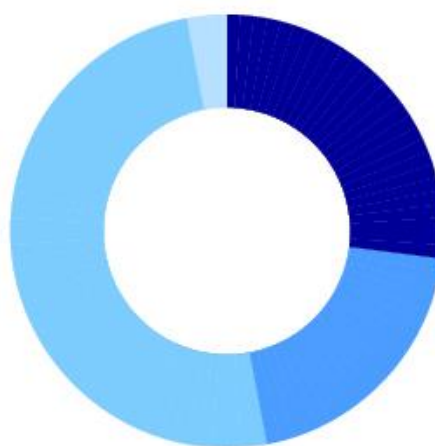
erfolgreich zugelassen. Im Bereich der SI kann die bemerkenswerteste Entwicklung beobachtet werden – unter der MiFID I hatten wir weniger als 20, nun haben wir bereits mehr als 109 zugelassene Unternehmen, obwohl die Zulassungspflicht erst ab September gilt. Wir können einen erheblichen Rückgang im unregulierten Handel von Aktien beobachten, was ein positives Ergebnis ist. Der Handel auf SIs ist in dem selben Zeitraum von 2 Prozent auf 20 Prozent des täglichen Handelsvolumens gestiegen. Dieser Anstieg der Fragmentierung kann die Transparenzziele der MiFID II gefährden, da Systematische Internalisierer nicht den gleichen hohen Transparenzanforderungen wie regulierte Handelsplätze unterliegen. Zusätzlich kann dies die Preisbildung und die Möglichkeit zur öffentlichen Kapitalaufnahme von Emittenten beeinträchtigen.

Handel von DAX-Werten, 29. Dezember 2017



- Unregulierter Handel
- Systematischer Internalisierer
- Handelsplatz
- Regulierte Dark Pools

Handel von DAX-Werten, 9. März 2018



- Unregulierter Handel
- Systematischer Internalisierer
- Handelsplatz
- Regulierte Dark Pools

Außerdem sehen wir, dass viele Aktien weiterhin ohne Vorhandelstransparenz gehandelt werden. Das wird nun auch offensichtlich, da die ESMA erste Daten über die Nutzung bestimmter Transparenzausnahmen veröffentlicht hat. Das Resultat ist, dass für mehr als 700 Werte diese Ausnahmen gemäß den Vorgaben des sog. Double Volume Cap Mechanismus ausgesetzt werden, um sicherzustellen, dass mehr Handel transparent stattfindet und zur Preisbildung beiträgt.

## **Das große Ganze**

Stabilität, Marktintegrität, Transparenz oder Zugang zu Kapitalmärkten sind nicht nur Schlagwörter der Wirtschaftstheorie. Sie haben eine sehr praktische Relevanz für das Funktionieren unserer Finanzmärkte – insbesondere in einer Zeit, in der sich Politik und Paradigmen dramatisch verändern. Heute mehr denn je müssen wir die Stabilität, Transparenz und Effizienz unserer Finanzmärkte sicherstellen.

Die Europäische Union benötigt gleiche Ausgangsbedingungen. Das Prinzip „gleiches Geschäft, gleiche Regeln“ ist eine Grundvoraussetzung für faire Märkte. Wettbewerb sollte darauf basieren, wie gut die Bedürfnisse der Kunden befriedigt werden – aber nicht auf diskriminierenden Regeln. Der Gesetzgeber und die Regulierungsbehörden haben die Bedeutung dieses Prinzips unterstrichen, als sie die neue, auf Transparenz basierende Marktstruktur der MiFID II entwickelt haben.

Wir begrüßen die aktuellen Bestrebungen zu beobachten, wie sich die Märkte sich an die neuen Regeln anpassen und die Bereitschaft weiterbestehende Schlupflöcher zu schließen. Nur so kann sichergestellt werden, dass möglichst viele Marktteilnehmer transparent handeln und damit zu Preisentwicklung und fairem Wettbewerb beitragen. Transparenz schafft die grundlegende Basis für jede informierte Anlagescheidung, was immer noch die „natürlichste“ und intuitivste Form des Anlegerschutzes ist. Außerdem benötigen die Aufsichtsbehörden das große Bild der Marktaktivitäten, um die Stabilität der Märkte sicherzustellen und die Investoren zu schützen.

## **Brexit als „Game Changer“**

Nichtsdestotrotz ist die wahre Herausforderung für den Gesetzgeber, die Regulierungsbehörden und die Finanzindustrie, den Brexit in geordnete Bahnen zu lenken. Die MiFID II wurde für 28 Mitgliedsstaaten, inklusive des Vereinigten Königreichs, entwickelt. Nach dem Ausscheiden des Vereinigten Königreichs wird es seine Zugangsrechte verlieren und den Status eines Drittlands erhalten. Die bestehenden Regeln werden, angesichts der Handelsvolumina zwischen der EU27 und dem Vereinigten Königreich, an ihre Grenzen stoßen. Viele Grenzwerte, die essentielle Bestandteile von MiFID II sind und ohne die Transparenz- und Handelsplatzpflichten nicht wie vorgesehen funktionieren werden, müssen neu kalibriert werden, da der größte Finanzplatz nicht mehr Teil der EU27 ist. Zusätzlich werden wir Regeln für den Marktzugang von Firmen aus Drittstaaten entwickeln müssen, die der Bedeutung des Vereinigten Königreichs für die Kapitalmärkte der EU Rechnung tragen.

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union erinnert uns auch daran, dass Stabilität das über allem stehende Prinzip aller Finanzmarktregulierung ist. Im Zuge des Brexits sollten wir die Finanzmarktstabilität nicht dadurch riskieren, dass wir Handelsplätze Zugang zu Clearinghäusern gewähren, obwohl sich der Rechtsrahmen, unter dem diese Akteure agieren, künftig grundsätzlich von den Vorschriften unterscheidet, der innerhalb der

EU27 gelten wird. Der Brexit darf nicht auf Kosten der Stabilität und Effektivität der Clearinghäuser gehen, die eine zentrale Rolle im Nervensystem der Finanzmärkte einnehmen.

### **Ausblick**

Mit dem Fehlen des größten Finanzplatzes der EU nach dem Brexit wird das Projekt der Kapitalmarktunion (KMU) umso wichtiger. Diese ist essentiell für die Entwicklung eines wettbewerbsfähigen und attraktiven Kapitalmarktes in der EU. Die KMU ist einer der wichtigsten Katalysatoren der Beschäftigungs- und Wachstumsagenda und benötigt Finanzmarktstabilität als solide Basis. Außerdem muss die KMU vollendet werden, da sie die Krisenfestigkeit der EU erhöhen kann. Kapitalmärkte mit großen Mengen an Liquidität in unterschiedlichen Marktsegmenten fungieren als starke Stabilisatoren in Krisenzeiten, da sie Finanzquellen diversifizieren und eine zweite starke Säule neben der Bankenfinanzierung sicherstellen.

Die Ziele der MiFID II – Transparenz, Stabilität und Anlegerschutz – zu erreichen wird uns auch in Zukunft weiter beschäftigen. Aber es lohnt sich.

+ + +

### **Dr. Torsten Schaper**

Executive Director, Regulatory Analysis

Gruppe Deutsche Börse

und

### **Marco Winteroll**

Vice-President, Regulatory Analysis

Gruppe Deutsche Börse

*Eine editierte Fassung dieses Artikels ist am 20. März 2018 in der Börsen-Zeitung/Rules and Regulations erschienen.*