

"MiFID – Einfluss auf den horizontalen und vertikalen Wettbewerb"

Compliance-Tagung 2006
WM Seminare
Frankfurt, 16.11.2006

Prof. Dr. Peter Gomber
Professur für Betriebswirtschaftslehre,
insbesondere e-Finance
Universität Frankfurt

MiFID – Regulatorisches Übel oder Treiber des neuen Wettbewerbs?



“Regulation is a double-edged sword. Get it right and it can tear down barriers. Get it wrong and it can be part of the problem.

I believe that MiFID is the right kind of regulation. It works with the grain of the market, not against it. It will unleash new competition and dynamism rather than stifling it. This is happening already.

I note with interest recent initiatives in the area of trade reporting and market data dissemination. And, without doubt, the recent wave of possible transatlantic stock exchange mergers is explained – to some extent at least – by preparation for the post-MiFID scenario – and by the more attractive regulatory environment in Europe.”

Agenda



Horizontaler und vertikaler Wettbewerb im Markt für Märkte

Regulatorische Ausgestaltung durch die MiFID

MiFID – Neue Chancen für MTFs und Systematische Internalisierer ?

Lessons learned aus den USA - Aktuelle Initiativen in Europa

Agenda



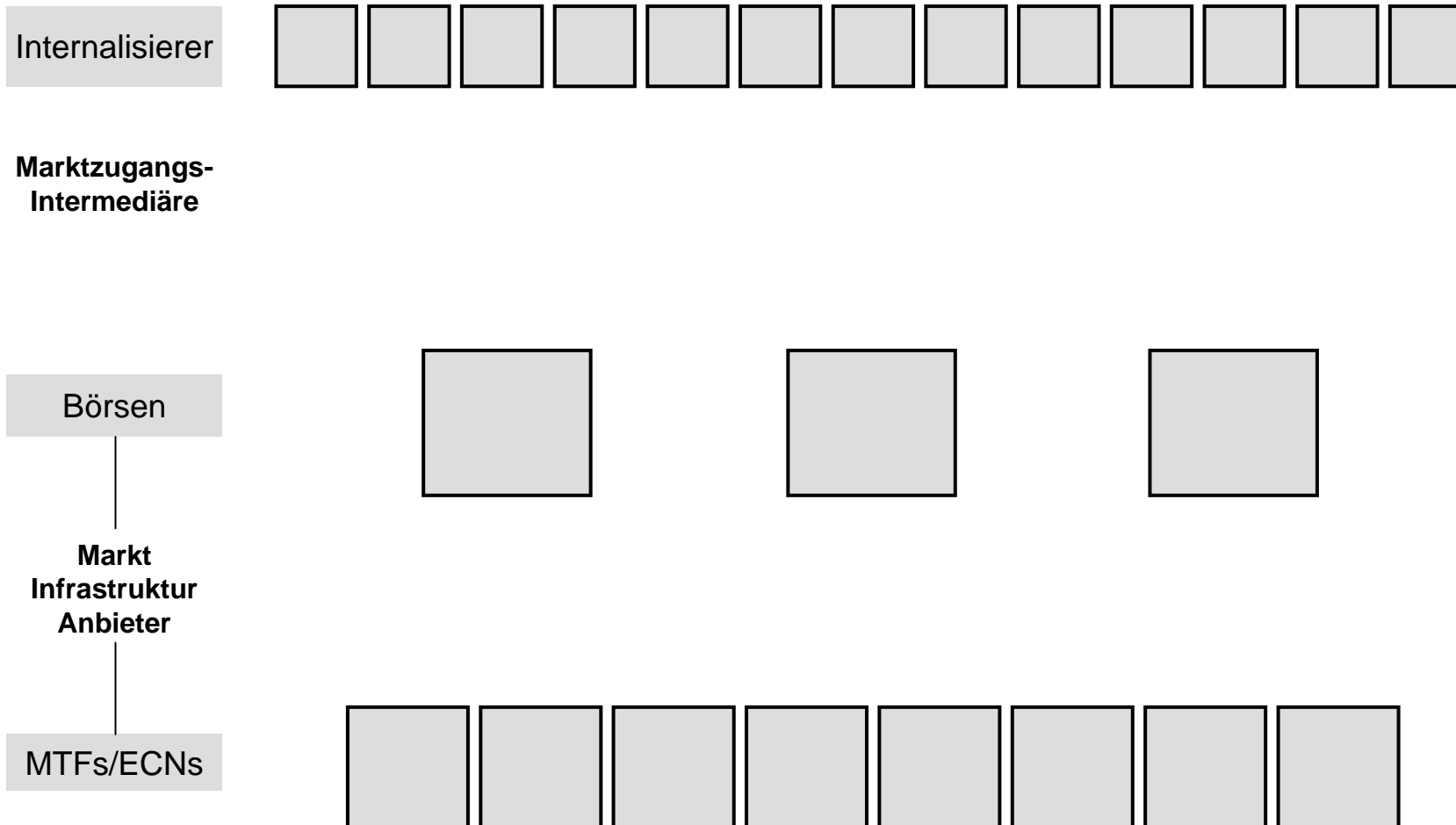
Horizontaler und vertikaler Wettbewerb im Markt für Märkte

Regulatorische Ausgestaltung durch die MiFID

MiFID – Neue Chancen für MTFs und Systematische Internalisierer ?

Lessons learned aus den USA - Aktuelle Initiativen in Europa

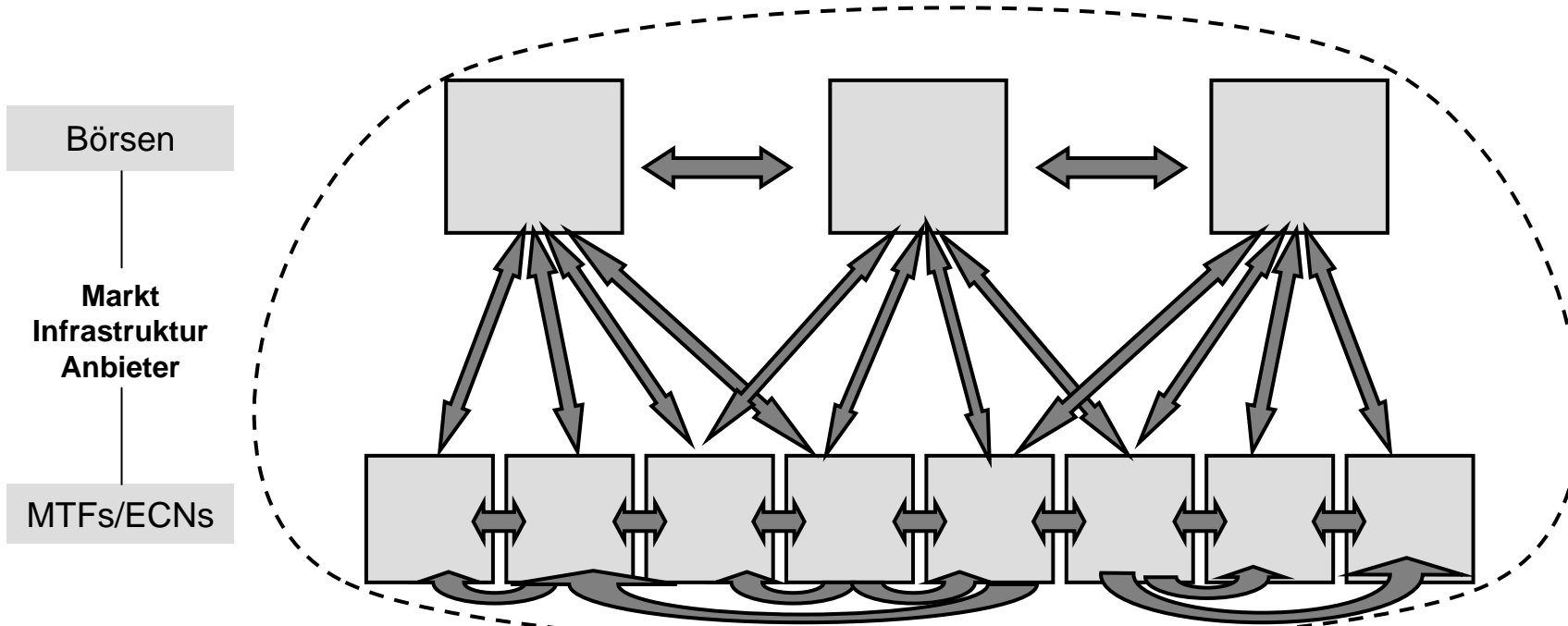
Der Markt der Märkte



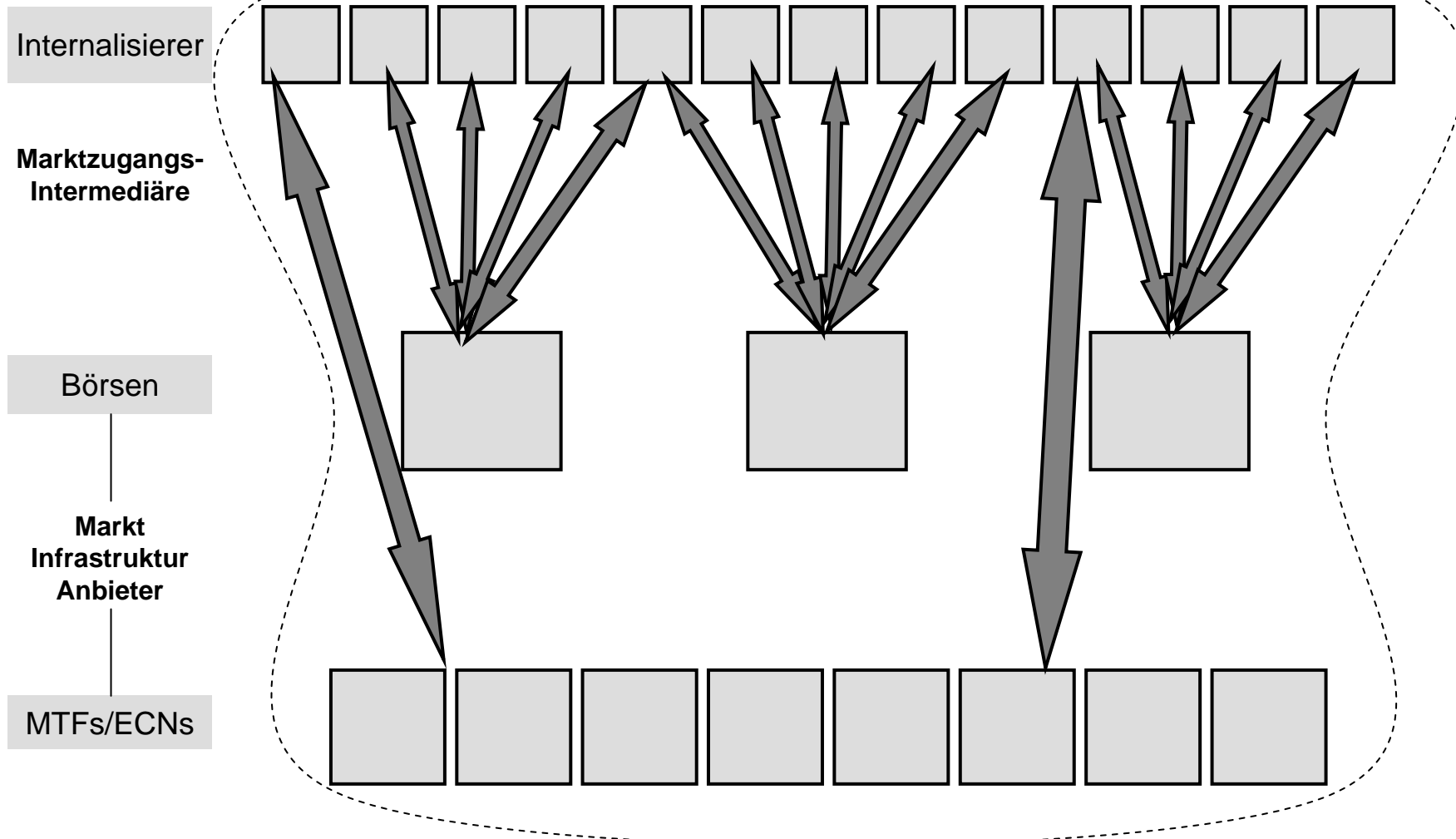
Horizontaler Wettbewerb zwischen Börsen und MTF/ECNs



Marktzugangs-
Intermediäre



Vertikaler Wettbewerb



Agenda



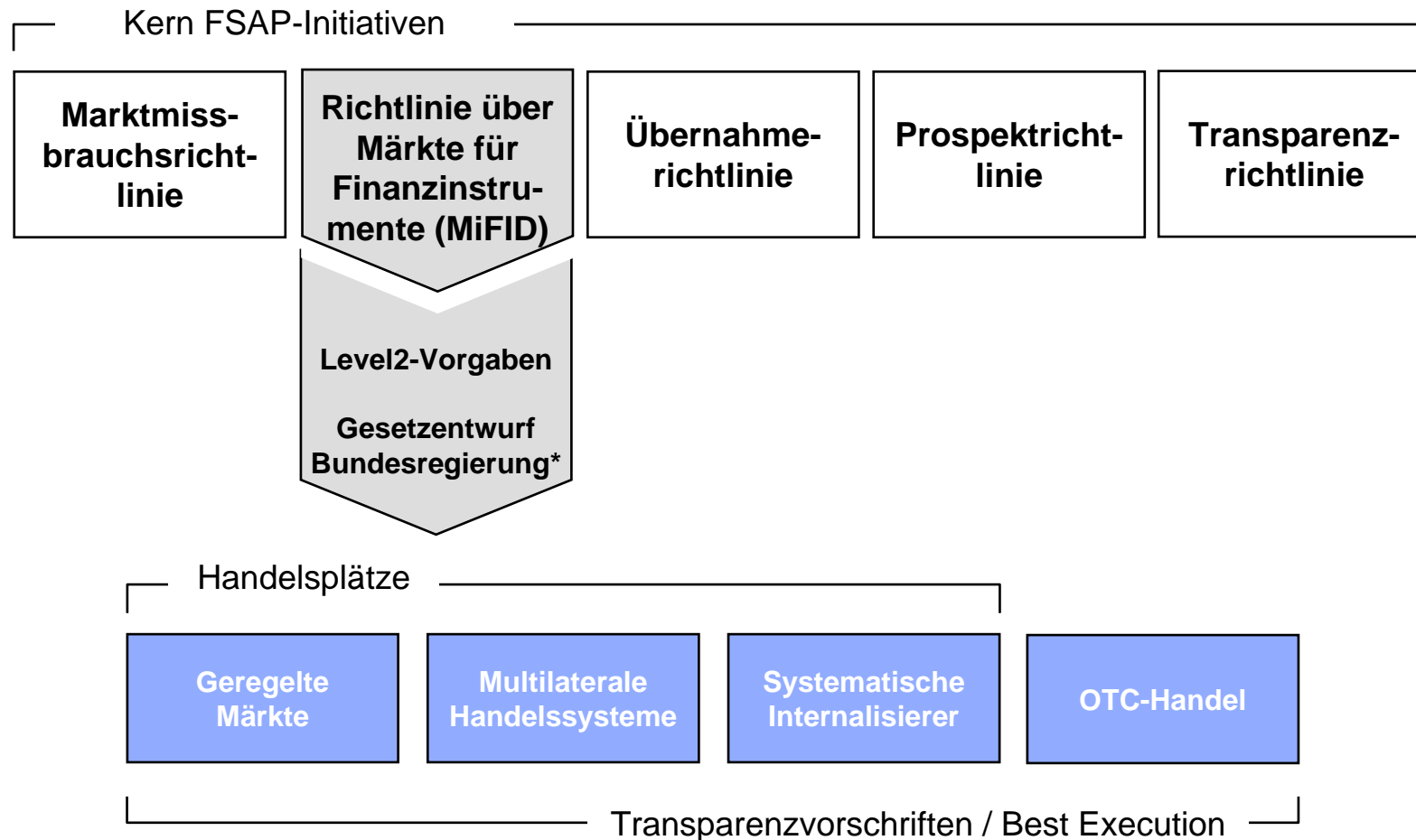
Horizontaler und vertikaler Wettbewerb im Markt für Märkte

Regulatorische Ausgestaltung durch die MiFID

MiFID – Neue Chancen für MTFs und Systematische Internalisierer ?

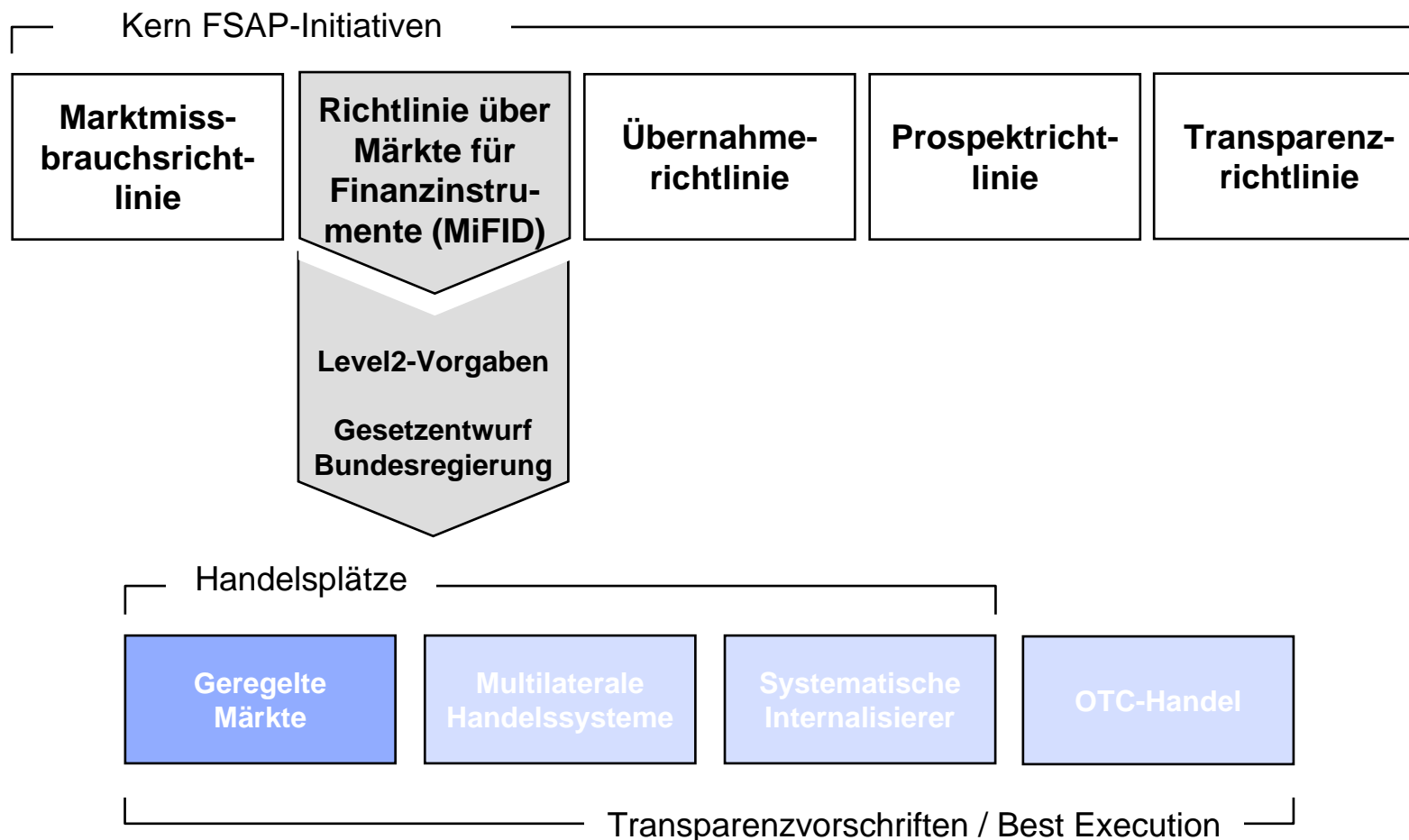
Lessons learned aus den USA - Aktuelle Initiativen in Europa

Die MiFID definiert den Markt für Märkte grundlegend neu



* Bundesministerium der Finanzen, Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz) v. 14.9.2006 und Begründung v. 13.9.06.

Die MiFID definiert den Markt für Märkte grundlegend neu



Nationale Umsetzung der Vorschriften für Geregelte Märkte



- **Beibehaltung der Begriffe „Multilaterales Handelssystem“ und „Systematischer Internalisierer“, Verzicht auf Übernahme des Begriffs „Geregelter Markt“:**

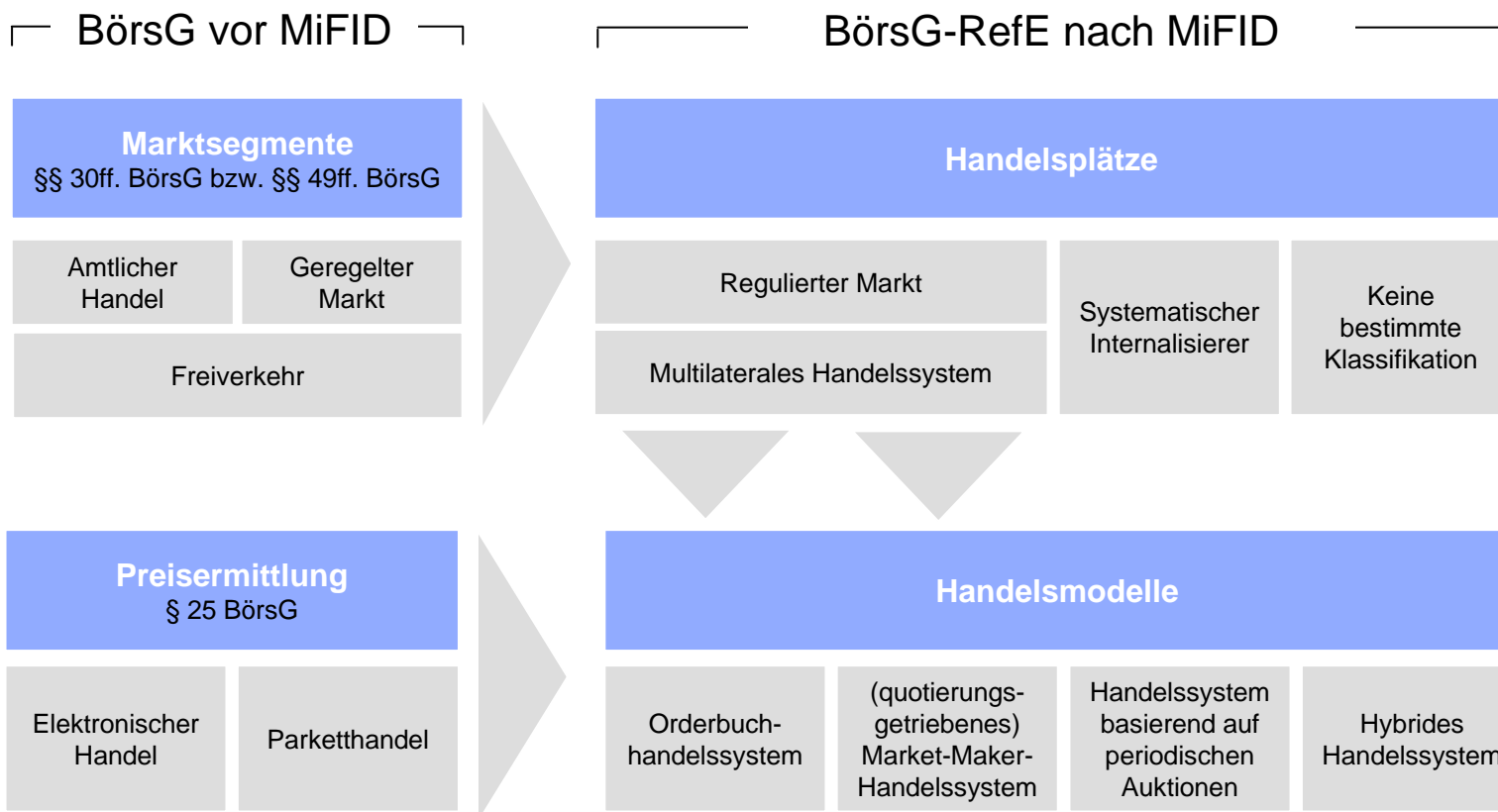
Stattdessen Verwendung der Begriffe „Organisierter Markt“ und „Börse“. Legaldefinition beider Begriffe anhand der Vorgabe des Art. 4 (1) Nr. 14 sowie anhand des Erwägungsgrunds 6 MiFID in § 2 I BörsG-RefE und § 2 V WpHG-RefE

- **Börse versus Organisierter Markt**

„Börsen sind im Inland betriebene oder verwaltete, durch staatliche Stellen genehmigte, geregelte und überwachte multilaterale Systeme, die die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten nach Regeln, die hinsichtlich der Auftragsausführung keinen Ermessensspielraum einräumen, in einer Weise zusammenbringen oder das Zusammenbringen fördern, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Handelsobjekte führt“ § 2 I BörsG-RefE

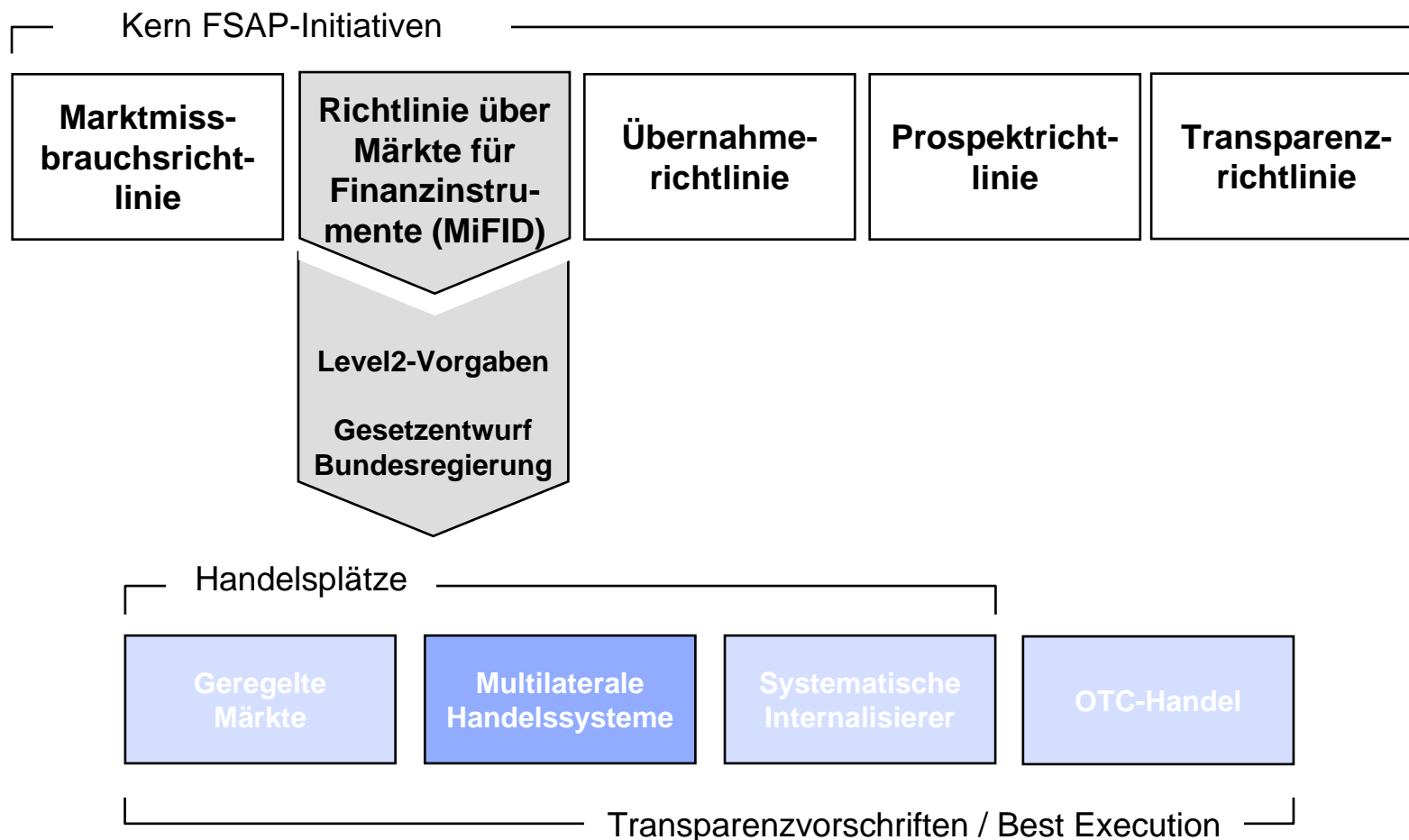
„Organisierter Markt im Sinne dieses Gesetzes ist ein im Inland, in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum betriebenes oder verwaltetes, durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach Regeln, die hinsichtlich der Auftragsausführung keinen Ermessensspielraum einräumen, in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt.“ § 2 V WpHG-RefE

Regelungen und Kategorien des alten BörsG sind teilweise obsolet



- Freiverkehrssegmente erfüllen die Anforderungen an ein multilaterales Handelssystem und können nach Art. 5 (2) MiFID an den Börsen beibehalten werden
- Vorschriften für multilaterale Handelssysteme, die von Wertpapierdienstleistungsunternehmen betrieben werden, gelten durch die in § 48 BörsG-RefE vorgesehene analoge Anwendung der §§ 31f bis 31h, 33, 34, 34a und 37 WpHG-RefE auch für den Freiverkehr
- Vereinfachte Vorschriften zur Zulassung der Skontroführer in §§ 27ff. BörsG-RefE

Die MiFID definiert den Markt für Märkte grundlegend neu



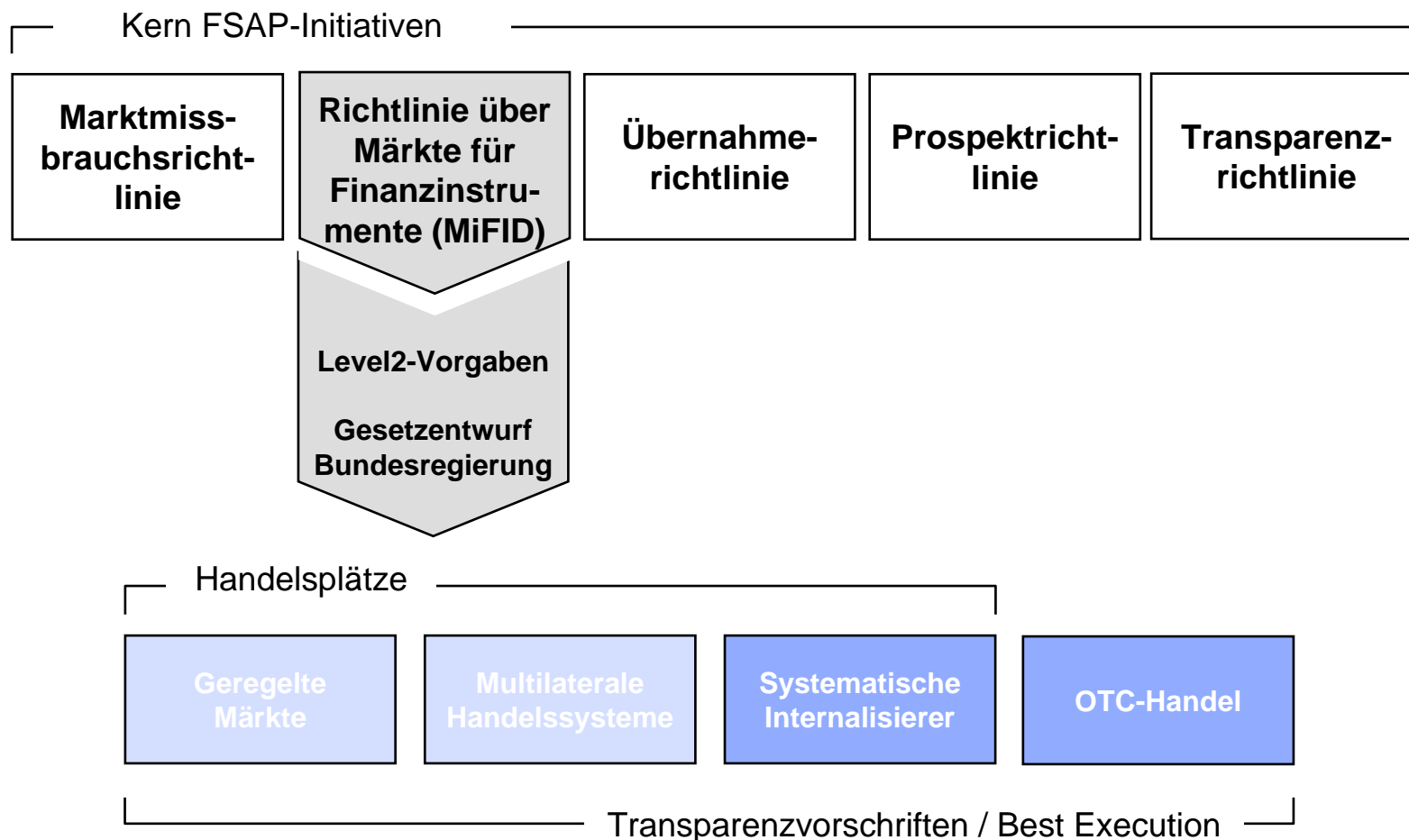
Nationale Umsetzung der Vorschriften für multilaterale Handelssysteme



Multilaterale Handelssysteme (MTF)

- Umsetzungsgesetz ersetzt Vorschriften für „börsenähnliche Einrichtungen“ aus § 59 BörsG durch Vorschriften für multilaterale Handelssysteme §§ 31f-31h WpHG- RefE
- Dadurch einheitliche Aufsicht durch BaFin statt wie bisher durch Börsenaufsicht des jeweiligen Bundeslandes
- Betrieb eines MTF stellt eigene Wertpapierdienstleistung gem. § 2 III Nr.8 WpHG-RefE dar. Der Betreiber muss daher neben den speziellen Vorschriften für den Betrieb des Systems auch alle weiteren Vorschriften für Wertpapierdienstleistungsunternehmen erfüllen.

Die MiFID definiert den Markt für Märkte grundlegend neu



Nationale Umsetzung der Vorschriften für bilaterale Handelssysteme



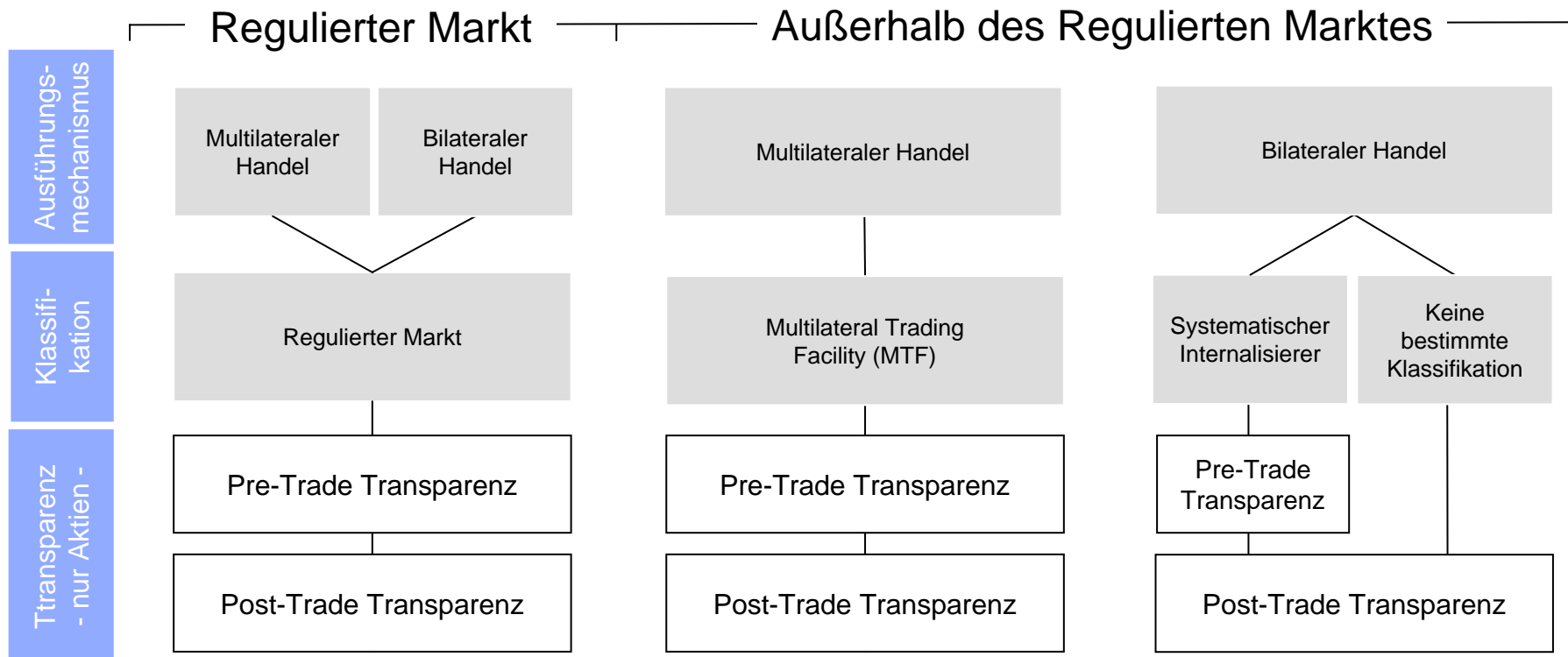
Systematische Internalisierer und OTC-Handel

- Bilaterale Orderausführung bzw. Handel gegen das eigene Buch eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist klassisches OTC-Geschäft
Kriterien:
 - ad hoc und unregelmäßig,
 - zwischen Gegenparteien im Großhandel,
 - größer Standard Market Size
 - außerhalb der Systeme, die für systematische Internalisierung verwendet werden
- Aber: der Eigenhandel für Kunden gemäß § 2 Absatz 10 WpHG-RefE unterliegt den Vorschriften für systematische Internalisierer §§ 32ff. WpHG-RefE**
- § 2 Absatz 10 WpHG-RefE:
Systematischer Internalisierer im Sinne dieses Gesetzes ist ein Unternehmen, das nach Maßgabe von Artikel 21 der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 häufig regelmäßig und auf organisierte und systematische Weise Eigenhandel außerhalb organisierter Märkte und multilateraler Handelssysteme betreibt.“

Die Kernanforderungen der MiFID im Handelsprozess



Best Execution:
Bestmögliches Ergebnis
bei der Ausführung von Aufträgen



Agenda



Horizontaler und vertikaler Wettbewerb im Markt für Märkte

Regulatorische Ausgestaltung durch die MiFID

MiFID – Neue Chancen für MTFs und Systematische Internalisierer ?

Lessons learned aus den USA - Aktuelle Initiativen in Europa

ECNs in Europa – Warum wurde die US-Erfolgsstory nicht fortgeschrieben? Grund 1: Die „Concentration Rule“

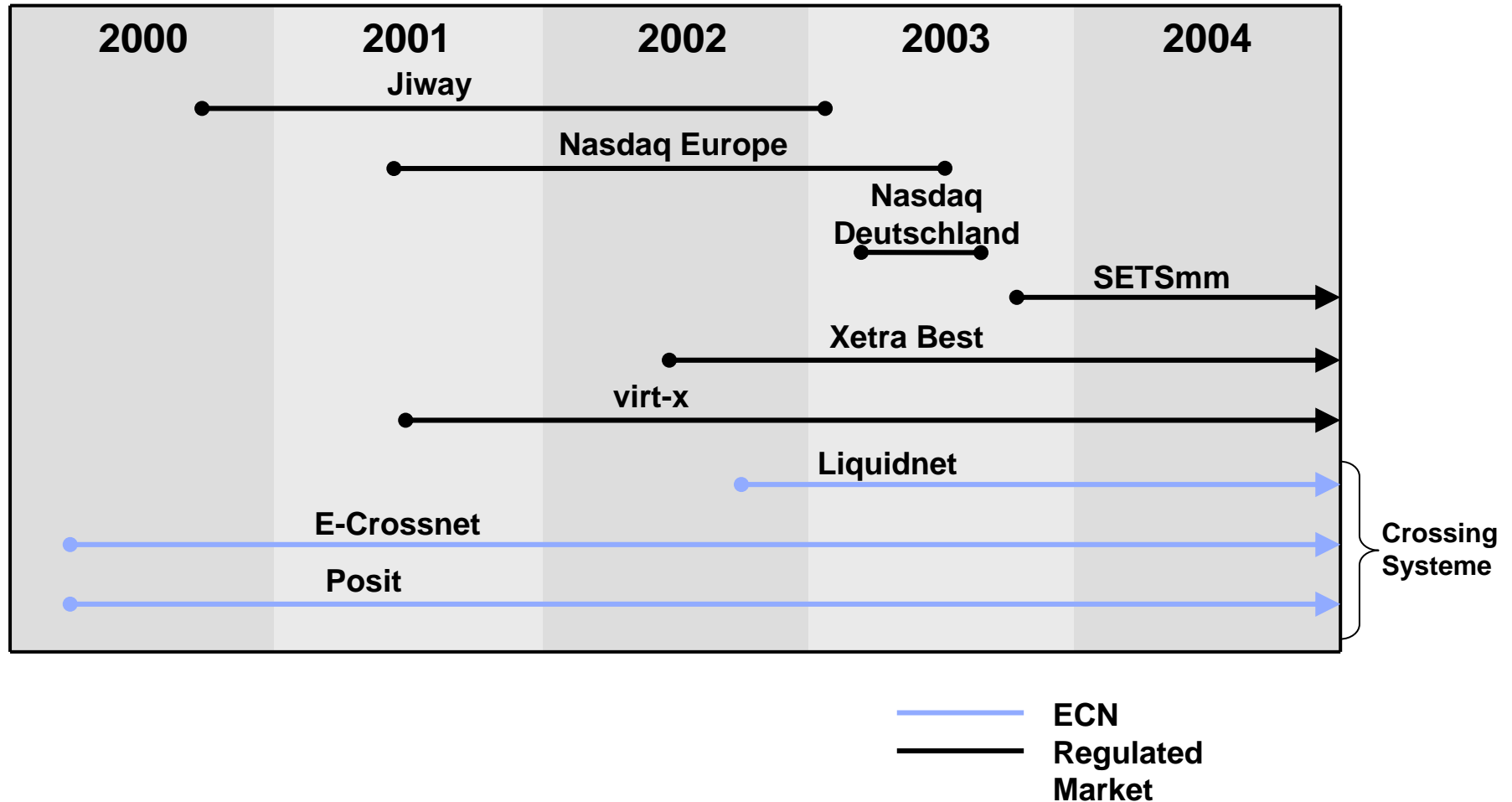


Die „Concentration Rule“ der Investment Services Directive (1993) ermöglichte es den Mitgliedsstaaten vorzuschreiben, dass Wertpapierorders an den jeweiligen nationalen Börsen auszuführen sind.

- Viele Mitgliedsstaaten haben eine bestimmte Art von „Concentration Rule“.
- Eine starke „Concentration Rule“ (Börsenzwang) bedeutet für ECNs, dass kein Zugang zu Märkten wie Frankreich, Italien oder Spanien möglich ist.
- Ein Börsenvorrang für alle nicht explizit gerouteten Orders ermöglicht nur einen limitierten Zugang für ECNs zu Märkten wie Finnland oder Deutschland.



Neue Handelssysteme und Marktplätze im europäischen Aktienhandel seit 2000



ECNs in Europa – Warum wurde die US-Erfolgsstory nicht fortgeschrieben? Grund 2: Das Marktmodell



“In Europe, exchanges have had to compete and innovate much more than in the US, where Nasdaq and the New York Stock Exchange are still the dominant brands. This will prevent the growth of ECNs in Europe”

Bradley Hunt, Instinet's marketing director for Europe

Source: <http://www.financewise.com/public/edit/riskm/e-trading/etrading-intro.htm>

ECNs	NASDAQ – Market Makers vor Einführung SuperMontage in 2002	European Market Systems
Order-getriebener Markt	Quote-getriebener Markt	Order-getriebener Markt
Zweiseitiger Markt	Einseitiger Markt	Zweiseitiger Markt
Diskretionäre Liquidität	Verpflichtete Liquidität	Diskretionäre Liquidität

- **Europäische Börsen führten elektronische Orderbücher ein, bevor ECNs in Europa Fuß fasten**
- **Aus einer funktionalen, nicht institutionellen Perspektive kann man argumentieren, dass die ordergetriebenen Börsen in Europa die ersten ECNs waren**

Wird sich mit der MiFID eine grundlegend neue wettbewerbliche Situation für ECNs/MTFs ergeben?



- ECNs hatten einen schwachen Start in Europa – viele, die es versuchten, scheiterten.
- Die MiFID Vorschläge zur Erhöhung des Wettbewerbs generieren für ECNs/MTFs in Europa ein - aus regulatorischer Sicht - attraktiveres Umfeld

Wettbewerbliche Faktoren zwischen Handelsplätzen	Kernelement
Markt-Modell	Offenes Orderbuch als akzeptiertes Prinzip für liquide Wertpapiere
Technologie	Wissen über Markttechnologie und Operations verbreitet
Preis-Modell	Faktor, der am einfachsten und reaktiv anpassbar ist
Liquidität !!	Höchste Liquiditätsniveaus pan-europäischer Aktien durch Liquiditätskonzentration pro Wertpapier

Bedeutet dies, dass ECNs/MTFs wieder auferstehen – größer und besser als je zuvor?

Wenn man sich die Strukturen und die Geschichte der europäischen Märkte anschaut ist es eher unwahrscheinlich!

Offene Frage

Wird der sich der Wettbewerb zwischen Märkten und Marktzugangsintermediären (Internalisierern) in Reaktion auf die MiFID erhöhen?

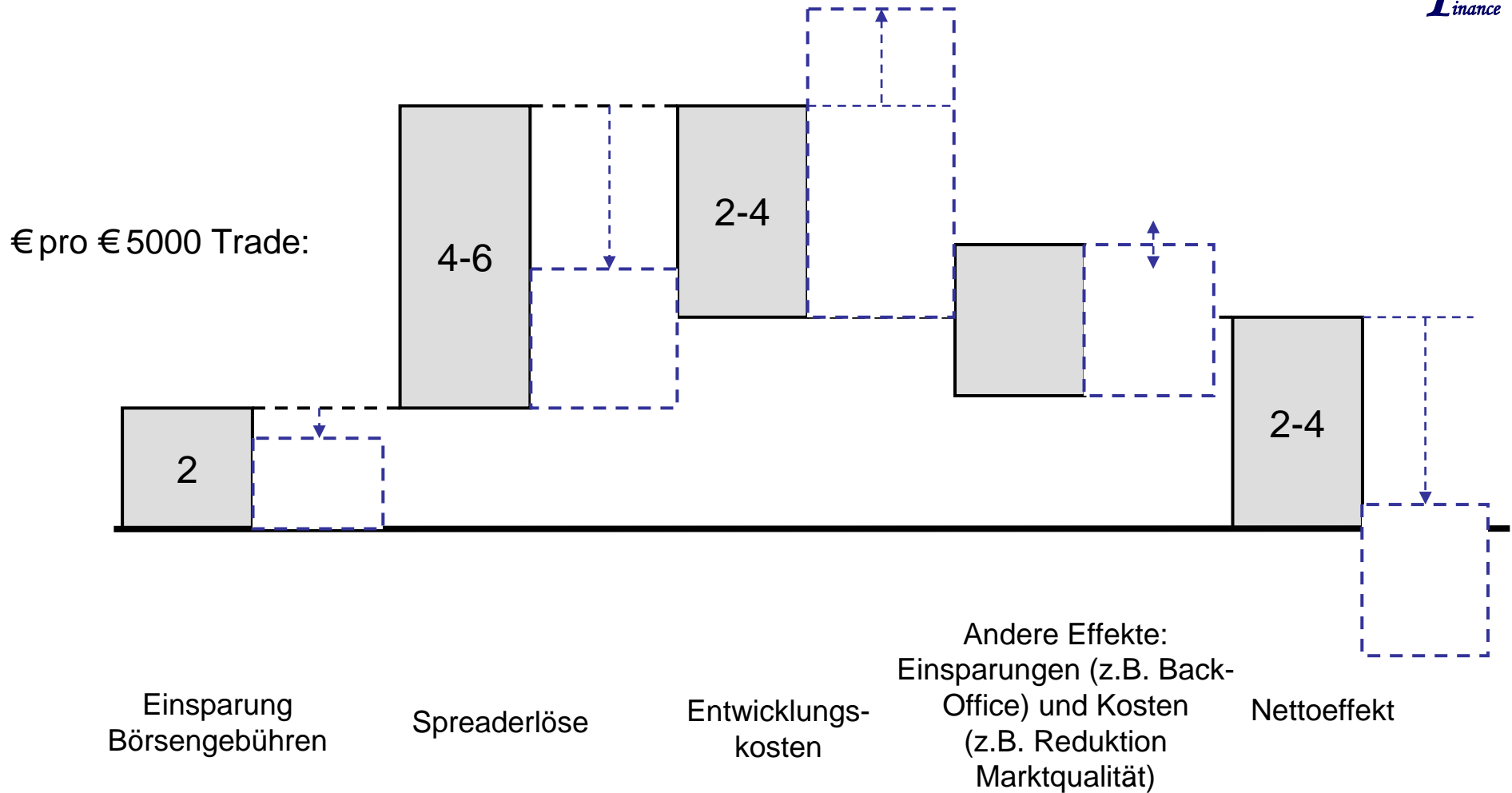
Motivation für Internalisierung und Preferencing



- Vermeidung von Handels-, Clearing- und Settlementgebühren
- Cream skimming, Selektion des “uninformierten Orderflow”
- Spread Erlöse
- Kenntnis der Orderströme
- Spezifische Services für den Kunden, z.B. Price Improvement

Gomber&Maurer(2004)

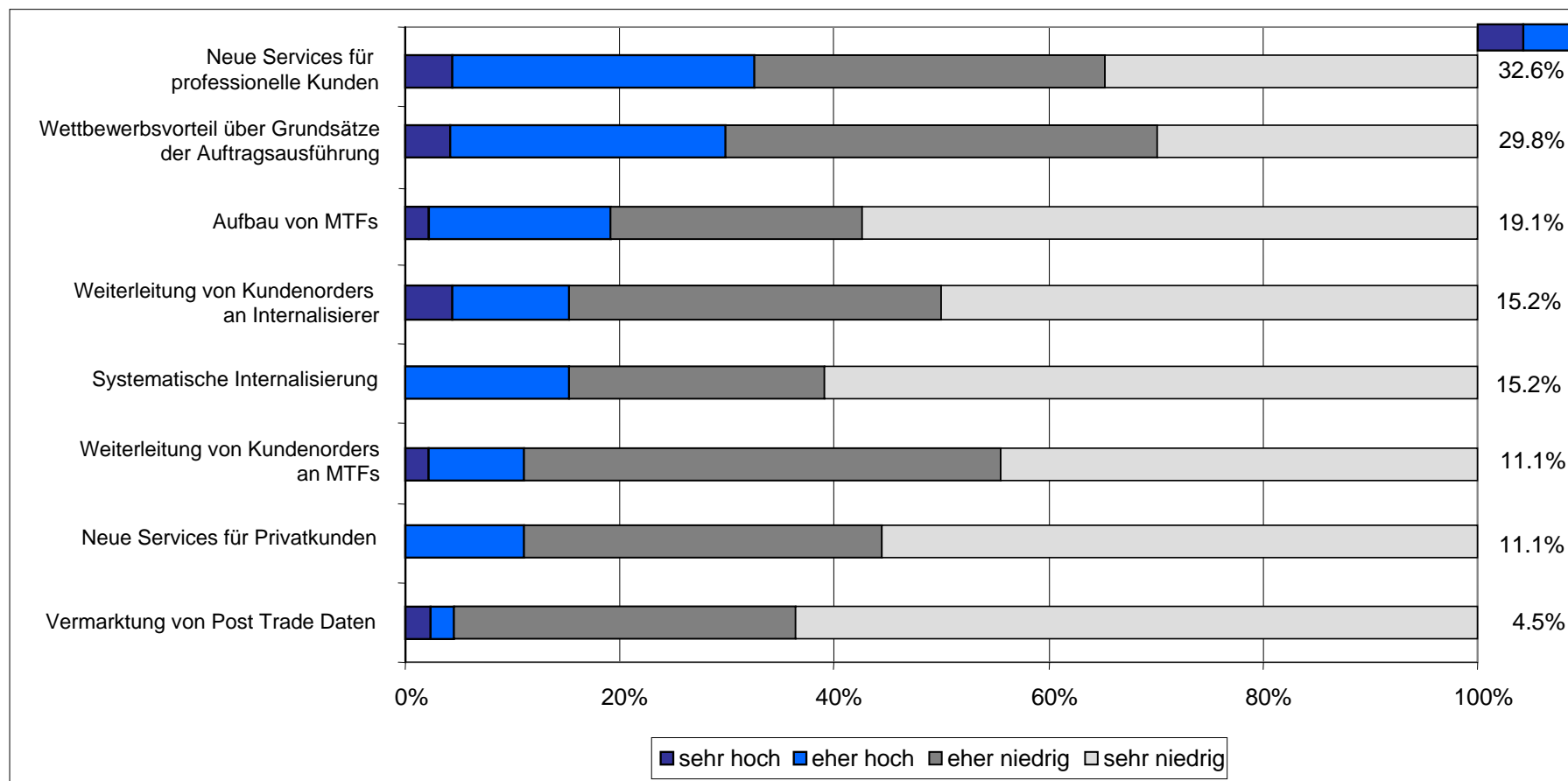
Geschätzter ökonomischer Vorteil der Internalisierung für einen großen Broker-Dealer



pre-MiFID | post-MiFID

Pre-MiFID Einschätzung: J.P. Morgan & McKinsey (2002), S.38

Wettbewerbspotenzial für Wertpapierdienstleistungen mit Umsetzung der MiFID



Agenda



Horizontaler und vertikaler Wettbewerb im Markt für Märkte

Regulatorische Ausgestaltung durch die MiFID

MiFID – Neue Chancen für MTFs und Systematische Internalisierer ?

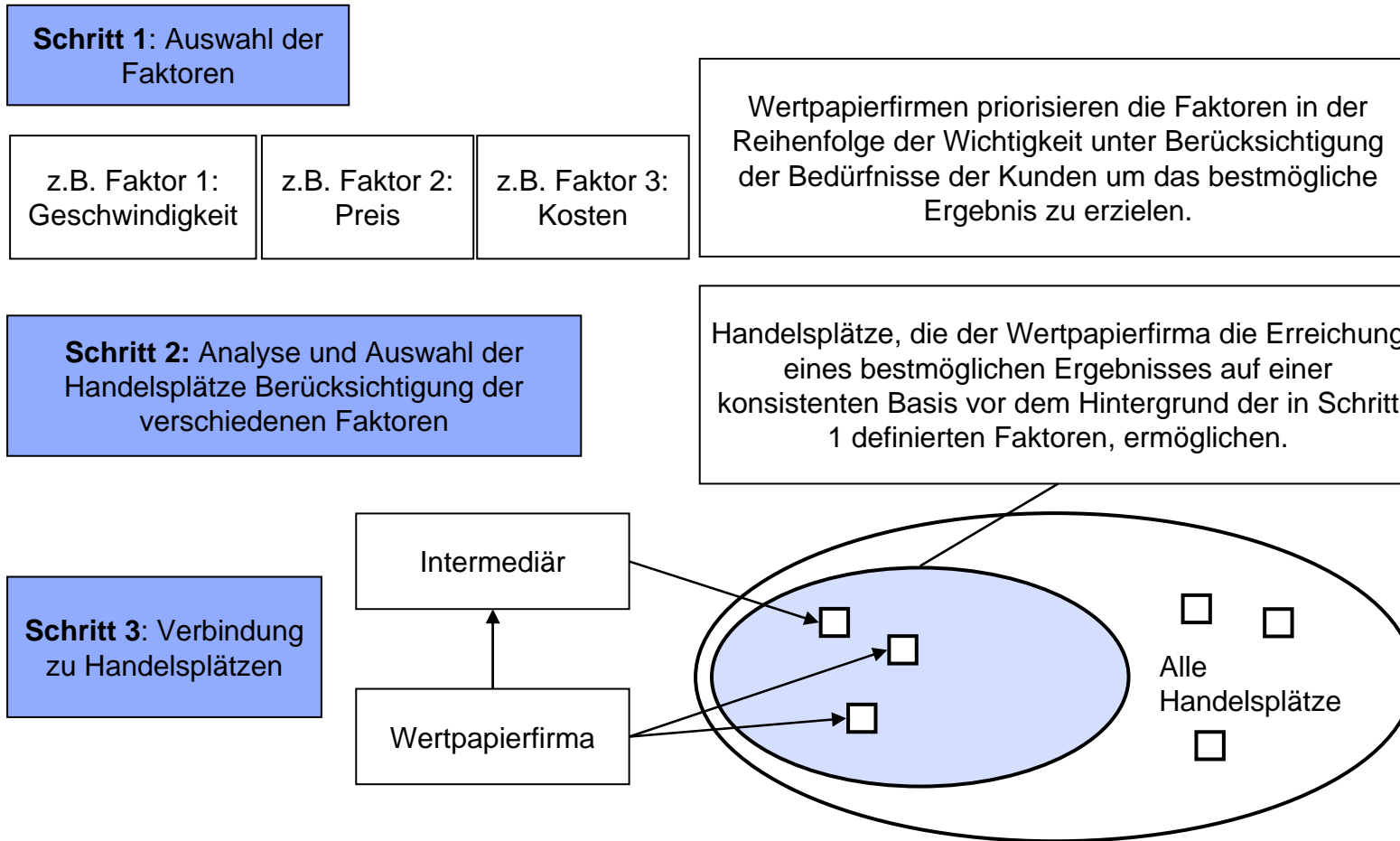
Lessons learned aus den USA - Aktuelle Initiativen in Europa

MiFID und RegNMS definieren die Wertpapierlandschaft ab 2007 grundlegend neu

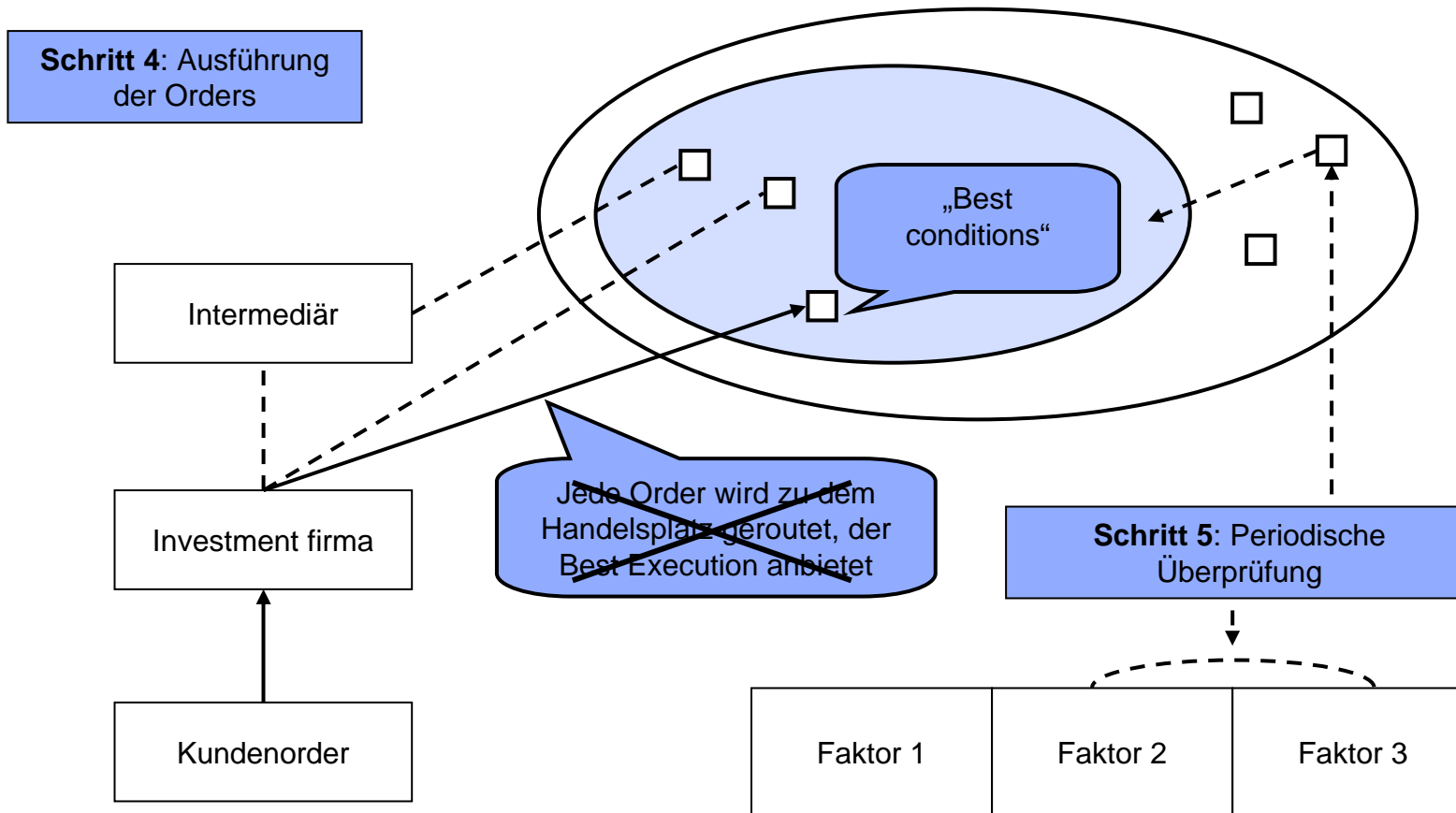


- **Hintergrund der MiFID:**
 - Herzstück des *Aktionsplans für Finanzdienstleistungen* der EU (FSAP)
 - Novellierung der Investment Services Directive (ISD) von 1993
 - **Ziele der MiFID:**
 - Harmonisierung des europäischen Finanzmarkts und Förderung einer effizienten, transparenten und integrierten Handelsinfrastruktur
 - Stärkung des Anlegerschutzes und des Wettbewerbs
 - Erweiterung des Spektrums betroffener Finanzdienstleistungen und -instrumente
 - Verbesserte Kooperation zuständiger Behörden
 - **Anwendbarkeit der MiFID für Wertpapierfirmen und Regulierte Märkte:
1. November 2007**
-
- **Hintergrund RegNMS:**
 - Reg NMS ist eine Aktualisierung der NMS Rules in Sektion 11A Exchange Act = „NMS Rules“
 - **Ziele der RegNMS:**
 - “Level the competitive playing field” durch gleiche Regulierung verschiedener Typen von Aktien und Märkten
 - Aktualisierung antiquierter Regeln, die nicht mehr dem Zweck dienen für den sie ursprünglich definiert wurden (insbesondere Trade Through Rule des Intermarket Trading Systems)
 - Sicherstellung größerer Orderinteraktion und angezeigter Marktliquidität
 - **Anwendbarkeit der RegNMS:
5-stufiger Umsetzungsprozess bis 8. Oktober 2007**
-

MiFID: The cycle of Best Execution (1)



MiFID: The cycle of Best Execution (2)



Kernpunkt der RegNMS: Rule 611 überarbeitet die existierende Trade Through Rule



Marktplatz A

Volumen	Bid	Ask	Volumen
1000	10	10,10	1000

Marktplatz B

Volumen	Bid	Ask	Volumen
1000	10	10,09	1000

- Ein trade-through entsteht wenn:
 - Kauforder 1000 Aktien (unlimitiert) für Markt A abgegeben wird.
 - Ausführung bei \$10,10; potenzielle Ausführung bei \$10,09 auf Marktplatz B.
- Ein trade-through kann eliminiert werden, indem die besser limitierten Orders geschützt (protected) werden:
 - Marktplatz A muss Orderlage auf Marktplatz B prüfen und entweder Marktplatz B ermöglichen die Order auszuführen (routing) oder die Order zum besseren Preis, der auf B existiert, selbst ausführen.
- Die „Trade Through Rule“ vermeidet, dass die „trading center“ eine Order zu einem Preis auszuführen, der schlechter als das Limit einer „protected quotation“ ist.

Neue „Order Protection Rule“: Einschränkung auf „Automated and Accessible Quotations“



Automatisierter Markt

Volumen	Bid	Ask	Volumen
1000	10	10,10	1000

Manueller Markt

Volumen	Bid	Ask	Volumen
1000	10	10,09	1000

- Der “fast” market kann die Order zu \$10.10 ausführen, obwohl hierdurch ein „trade through“ gegenüber dem “slow” market mit einem Gebot von \$10.09 erfolgt.
- Die “neue” Order Protection Rule subsumiert “manual quotations“ nicht mehr unter die „protected quotations“ und nimmt sie damit aus dem trade-through Schutz heraus. Hierdurch wird Ausführungsgeschwindigkeit zu einem zentralen Risikofaktor insbesondere für parkettbasierte Märkte in den USA.

Das Kernthema Best Execution in MiFID und RegNMS



	MiFID	RegNMS						
Adressat	Wertpapierfirma	Wertpapierfirma aber Auslagerung auf Ausführungsplätze						
Parameter	<table border="1"> <tr> <td>Retail</td> <td>Institutionell</td> </tr> <tr> <td>Preis</td> <td>Vielzahl</td> </tr> <tr> <td>Kosten</td> <td>Parameter</td> </tr> </table>	Retail	Institutionell	Preis	Vielzahl	Kosten	Parameter	Ausführungspreis
Retail	Institutionell							
Preis	Vielzahl							
Kosten	Parameter							
Konzept	Dezentral	Zentral						
Bezugspunkt	Generelle Prozessdefinition	Einzelorderbasis „order-by-order“ ohne „depth of book“						

Erwartete Auswirkungen der neuen Regulierung

US-Märkte:

- Deutliche Expansion des elektronischen Handels
- Slow markets verschwinden bzw. führen Upgrade der Handelssysteme durch
- Zwingendes Routing eröffnet Chancen für Regionalbörsen und ECNs

Europäische Märkte:

- Öffnung des „Marktes für Märkte“ in Börsenzwangländern
- Ausführungsqualität und deren Kommunikation wird wichtiges Asset für Handelsplätze
- Breites Spektrum für Umsetzung der Anforderungen - „policy light“ bis hin zu Smart Order Routing -

Aktuelle Initiativen vor dem Hintergrund der MiFID



<i>Initiative</i>	<i>Initiatoren</i>	<i>Ziel der Initiative</i>
Projekt „Boat“ - Trade Reporting - Bekanntgabe: 14.09.06	<ul style="list-style-type: none">• ABN Amro• Citigroup• Credit Suisse• Deutsche Bank• Goldman Sachs• HSBC• <u>Merrill Lynch</u>• Morgan Stanley• UBS	<ul style="list-style-type: none">• Entwicklung einer neuen europäischen Plattform für Trade Reporting im außerbörslichen Aktienhandel• Ausweitung der Plattform über weitere Aspekte der Wertschöpfungskette (bspw. Trading) denkbar
Euronext - Internalisierung - Bekanntgabe: 25.10.06	<ul style="list-style-type: none">• Euronext• Kooperierende Investmentbanken (nicht öffentlich)	<ul style="list-style-type: none">• Entwicklung eines neuen Systems, das eine Internalisierung großvolumiger Trades ermöglicht• Ausgleich potentieller Umsatzrückgänge durch Erträge aus Systembereitstellung
Equiduct - Relaunch Easdaq - Bekanntgabe: 01.11.06	<ul style="list-style-type: none">• Capricorn Venture Partners• Ex Easdaq	<ul style="list-style-type: none">• Pan-Europäische Trade Reporting und Matching Plattform (MTF) auf Basis der Easdaq / Nasdaq Deutschland Technologie• Geplante Services: Pre- und Post-trade Transparenz, hybrides Orderbuch, Quotierungsplattform, Best Execution, White Labeling, Zugriff auf pan-europ. Aktienspektrum

Herzlichen Dank

Kontakt:

**Peter Gomber,
Professur für Betriebswirtschaftslehre,
insbesondere e-Finance**

**Robert-Mayer-Str. 1
60054 Frankfurt**

Tel.: +49 (0)69- 798-23092

Fax: +49 (0)69- 798-28421

<http://efinance.wiwi.uni-frankfurt.de>