

MiFID IM LICHT DER FRAGMENTIERUNG: EINE HERAUSFORDERUNG ALS CHANCE

Will Meldrum (Managing Director von BOAT bei Markit)

Eine der am meisten diskutierten möglichen Auswirkungen der Einführung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) ist die Fragmentierung sowohl der Liquidität als auch der Daten. Dieses Thema wird oft als möglicher Nachteil des neuen MiFID-Umfelds angeführt und es überrascht nicht, dass diese grundlegende Änderung zu Beginn mit etwas Sorge betrachtet wird. Angesichts des seitens der Finanzinstitutionen erforderlichen Arbeitsaufwands (in einem relativ engen zeitlichen Rahmen) für die Vorbereitung auf die MiFID überrascht dies wenig.

In diesem Artikel werden die positiven Auswirkungen der MiFID auf die europäischen Aktienmärkte und die zu erwartenden Vorteile der anschließenden Fragmentierung der Märkte erläutert. Erwähnenswert ist auch, dass die Branche aufgrund ihrer ausgeprägten Technologiekompetenz gut auf die Herausforderungen der MiFID vorbereitet ist. Bei einer richtigen Strukturierung dürfte diese den Marktteilnehmer ermöglichen, von MiFID in der beabsichtigten Weise zu profitieren – durch die Förderung von Wachstum und Wettbewerb und durch grössere Chancen für Investoren.

Durch die MiFID wird ein Umfeld geschaffen, das von einem stärkeren Wettbewerb für den Handel geprägt ist. Bereits während der Vorbereitung

zur Implementierung haben alternative Handelsplätze wie Turquoise, Equiduct, Chi-X und euroMillennium ihre Muskeln spielen lassen und in unterschiedlichem Masse ihre Pläne vorangetrieben, mit den etablierten europäischen Börsen um den Handel im neuen Umfeld zu konkurrenzieren. Zudem ist davon auszugehen, dass sich die Verbreitung von so genannten "Dark Pools", die seit einigen Jahren auf dem US-Markt zu beobachten ist, auch in den europäischen Märkten stärker durchsetzen wird.

Durch die Festlegung von Vorschriften und die Schaffung von Transparenz im Bereich der systematischen Internalisierung bietet die MiFID den Investmentbanken die Möglichkeit, im Wettbewerb mit den Börsen Ausführungsdienstleistungen und "Depth-of-Book" anzubieten, und dabei davon zu profitieren, dass sie Neuerungen einführen und Gewinne in einer Weise erzielen können, die für traditionelle Börsen möglicherweise mit Schwierigkeiten verbunden sind. Systematische Internalisierer können im Gegensatz zu Börsen Handelsstrategien bewerten und unter Einbeziehung weiterer Anlageklassen wie Derivaten attraktivere End-to-End-Produkte für die Aktienmärkte entwickeln.

Bis sich die Gestaltung der europäischen Märkte nach der Ein-

führung der MiFID klar abzeichnet, wird zweifelsohne etwas Zeit vergehen. Die Lösung bestimmter Punkte ist spannend, z. B. wie die grossen Investmentbanken hinter Turquoise den Wettbewerb der Plattform mit ihren eigenen Ausführungsdienstleistungen organisieren werden. Möglicherweise kommt es zu einer Aufteilung der Geschäfte unter den Handelsplätzen auf Grundlage des Handelsvolumens.

Zweifellos wird die MiFID nicht auf alle Institutionen die gleichen positiven Auswirkungen haben: Kleinere Investmentbanken mit einem breiten Angebot, die keine marktführenden Volumen in einem bestimmten Geschäftsbereich zu verzeichnen haben, oder regionale Spezialbanken müssen möglicherweise ihre Strategien überdenken, um ihre Positionen in der Zukunft zu sichern.

Zudem scheint eine bestimmte Fragmentierung der Liquidität unvermeidlich zu sein. Liquidität ist kompakt, doch wenn sie sich löst, kann dies sehr schnell erfolgen, wie wir in der Vergangenheit bei der Verlagerung des Bund-Kontrakts von der LIFFE zur Eurex und vor kurzem in den USA bei der Liquiditätsverlagerung von der Nasdaq zu BATS beobachten konnten. Angesichts des möglicherweise attraktiveren Handelsumfelds mit so genannter Smart-Order-Routing-

Technologie haben die Börsen eventuell einen Liquiditätsverlust hinzunehmen. Trotz des Scheiterns von Initiativen wie TradePoint in Grossbritannien bietet dies den neuen Wettbewerbern eine gute Chance, es mit den etablierten Börsen aufzunehmen. Smart-Order-Routing vereinfacht die Aufgabe der Händler, anhand zahlreicher Parameter für einen Auftrag den geeignetsten Handelsplatz für die bestmögliche Ausführung zu finden.

Wie wird sich dies auf die europäischen Börsen auswirken? Das Entstehen einfach zugänglicher alternativer Handelsplattformen wird vermutlich nicht nur Vorteile haben. Wachgerüttelt durch den drohenden Wettbewerb bringen die europäischen Börsen jetzt ihre Strukturen im Hinblick auf Latenz, Ausführungssicherheit und Gebühren in Ordnung.

Die Nutzer von Ausführungsdienstleistungen werden durch eine grössere Auswahl von Handelsplattformen mit einem Anreiz für das beste Preisangebot über Zugang zu einer weitaus breiteren Produktpalette in ganz Europa verfügen. Retail-Broker, die heute über eingeschränkte Möglichkeiten bei der Abwicklung von Aufträgen im Namen von Anlegern verfügen, werden ihren Kunden eine weitaus grössere Auswahl an europaweiten Produkten anbieten können. Zudem werden die Marktkräfte im Laufe der Zeit sicherstellen, dass nur erfolgreiche Handelsplätze weiter bestehen und eine unnötige Fragmentierung der Liquidität abgebaut wird.

Sofern die offensichtlichen Vorteile

der Fragmentierung des Handels zum Tragen kommen, ist die Branche aufgrund der von den Lieferanten von Lösungen angebotenen Technologiekapazitäten, die den Weg für eine weitere Fragmentierung und Konsolidierung ebnen, gut positioniert, um die Herausforderung der Datenfragmentierung zu bewältigen.

Bereits heute besteht eine Datenfragmentierung, die sich über die verschiedenen europäischen Börsen erstreckt. Nach Inkrafttreten der MiFID ist eine Zusammenführung dieser Daten durch zwei oder möglicherweise drei Anbieter wahrscheinlich. Vermutlich werden allenfalls zwei oder drei Handelsplätze gemeinsam 90 Prozent oder mehr der Daten bereitstellen und jeder Handelsplatz wird etwa ein Drittel oder die Hälfte der Daten zu einer internationalen Wertpapiernummer (ISIN) anbieten. Nach unserer Einschätzung dürfte dies zu einem weniger fragmentierten Markt für Daten als heute führen.

Die Marktdatenlieferanten können daher durch die Zusammenführung der Daten unterschiedlicher Anbieter für die Lieferung an die Endbenutzer die Rolle von "Defragmentierern" übernehmen. Auch wenn sich die Finanzinstitute mühevoll auf die Auswirkungen der MiFID vorbereiten und sich an eine andere Bewertung der Daten gewöhnen, werden sie aufgrund der Technologie in der Lage sein, diese Hürde zu überwinden.

Die zahllosen Artikel über die MiFID, ganz zu schweigen von den ausführlichen Diskussionen der Branche über

die damit verbundenen Probleme, haben Ängste vor der Richtlinie geschürt, insbesondere in Bezug auf die Fragmentierung der Liquidität und Daten. Dadurch darf allerdings der Blick auf die eindeutig positiven Auswirkungen der MiFID auf die Märkte nicht verschleiert werden. In Verbindung mit dem drohenden Abbau des Monopols der Börsen hat sich die MiFID bereits jetzt sehr positiv ausgewirkt und die Börsen zur Verringerung ihrer Meldegebühren und zu einem stärkeren Engagement bei den Ausführungsdienstleistungen veranlasst. ■

Über BOAT

Die im November 2007 in Kraft tretende MiFID bot für ein Konsortium aus einer Gruppe von führenden Investmentbanken die Chance, eine neue europaweite Plattform einzurichten, von der alle in den europäischen Kapitalmärkten aktiven Teilnehmer profitieren werden. BOAT wird mit den MiFID-Vorschriften konforme Dienstleistungen im Pre- und Post-Trade-Bereich erbringen. Es werden eine Verbesserung der Markttransparenz und deutliche Kostenvorteile infolge der dadurch entstehenden Grössenvorteile erwartet.