

Börse Berlin • Fasanenstraße 85 • 10623 Berlin • Germany

**Bundesministerium der Finanzen**  
Referat VII B 5  
[REDACTED]  
Wilhelmstraße 97  
10117 Berlin  
Per E-Mail an [VIIB5@bmf.bund.de](mailto:VIIB5@bmf.bund.de) und  
[REDACTED]

**Anstalt des öffentlichen Rechts**  
Fasanenstraße 85  
10623 Berlin  
Telefon +49 (0)30 31 10 91-0  
Telefax +49 (0)30 31 10 91-78  
[www.boerse-berlin.de](http://www.boerse-berlin.de)  
[info@boerse-berlin.de](mailto:info@boerse-berlin.de)

Telefon Durchwahl **23**  
Telefax Durchwahl **78**  
Datum **15. März 2019**  
E-Mail [REDACTED]

## **Stellungnahme zur Konsultation des Bundesministeriums der Finanzen zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarkttrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)**

[REDACTED]  
sehr geehrte Damen und Herren,

die Börse Berlin bedankt sich für die Möglichkeit, ihre Erfahrungen bei der Umsetzung von MiFIR und MiFID II mit Ihnen zu teilen.

Die fristgerechte Umsetzung von MiFID II war für die Börse Berlin – wie für alle deutschen Börsen - mit erheblichem Aufwand verbunden. Wir möchten uns an dieser Stelle ausdrücklich für die Unterstützung, die wir dabei von ihrem Haus, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen BaFin und den Börsenaufsichtsbehörden erfahren haben, bedanken.

Bitte gestatten Sie uns, an dieser Stelle die Einrichtung eines regelmäßigen Austauschs der Börsen mit dem BMF anzuregen. Es ist notwendig, dass praktisches Wissen aus den Börsen Eingang findet in zukünftige Regulierungen des Finanz- und Kapitalmarkts. Derzeit stehen dem Bundesfinanzministerium dafür ausweislich der Antwort der Bundesregierung (19/7381) vom 28. Januar 2019 auf die kleine Anfrage der FDP-Fraktion (19/6952) zwei Fachgremien zur Verfügung. Das Fachgremium Finanzmarktregulierung ist ausschließlich mit Hochschulprofessoren besetzt, die Börsensachverständigenkommission vorwiegend mit Vertretern von Banken und Emittenten. Lediglich ein Vertreter der größten deutschen Börse, deren Handels- und Geschäftsmodelle völlig andere sind als die der Regionalbörsen, vertritt unmittelbar Börsenthemen.

Außerdem möchten wir das Bundesfinanzministeriums ausdrücklich ermuntern, die mit dem Ausscheiden Großbritanniens - dem bisher größten Wissensgeber- aus der EU entstehende Lücke zu besetzen und in finanz- und kapitalmarktrechtlichen Themen noch intensiver deutsche Positionen zu vertreten.

Börse Berlin  
Geschäftsführung  
Dr. Jörg Walter  
Artur Fischer

Im Folgenden stellen wir Ihnen die Punkte dar, die der Börse Berlin bei der Umsetzung von MiFID II die größten Schwierigkeiten bereitet haben und zum Teil nach wie vor bereiten.

## **I. Level Playing Field**

Mit MiFIR und MiFID II sollten u. a. ein Level Playing Field der Handelsplätze in Europa geschaffen werden. Regulierte Märkte, multilaterale Handelssysteme und organisierte Handelssysteme wurde umfassend reguliert. Auch Systematische Internalisierer haben eine Regulierung ihrer Tätigkeit erfahren und unterliegen jetzt z. B. der Pflicht zur Vor- und Nachhandelstransparenz. Ein Level Playing Field wurde u. E. jedoch nicht erreicht.

Im Gegensatz zu Regulierten Märkten und MTF's erheben Systematische Internalisierer keine Gebühren für das Bereitstellen ihres Handelssystems. Sie erwirtschaften ihre Erlöse vielmehr aus dem Spread ihrer Geschäfte. Eine Einnahmequelle, die Betreibern von regulierten Märkten und MTF's durch Art. 47 (2) bzw. Art. 19 (5) MiFID II ausdrücklich untersagt ist. Die Gebührenfreiheit des Handels verschafft Systematischen Internalisierern gegenüber anderen Handelsplätzen jedoch einen erheblichen Wettbewerbsvorteil, da auch sie als Ausführungsplatz im Rahmen der Handlungspflicht des Art. 23 MiFIR genutzt werden dürfen.

Hinzu kommt, dass Systematische Internalisierer aufgrund der bisher fehlenden Einbindung in das Tick-Size-Regime auch im Handel bessere Konditionen in Form von besseren Quotes anbieten können als es den regulierten Märkten und MTF's möglich ist. Die Börse Berlin begrüßt es daher, dass diese Wettbewerbsverzerrung zu Lasten der Regulierten Märkte und MTF's durch die Einigung auf eine Vereinheitlichung von Tick-Sizes für alle Formen von Ausführungsplätzen beendet werden wird.

Das Abwandern von Geschäft weg von den Regulierten Märkten hin zu den Systematischen Internalisierern ist jedoch bereits geschehen. So ist nach einer Untersuchung des TABB Forums aus März 2019 der europaweite Marktanteil von Systematischen Internalisierern nach einem Jahr MiFID II von zuvor 1% im Jahresdurchschnitt 2017 auf nunmehr 13% angestiegen. Wir mussten leider die Erfahrung machen, dass einmal verlorenes Handelsvolumen nur zögerlich an regulierte Märkte zurückkehrt.

## **II. Verhältnismäßigkeit**

Ein Level Playing Field schaffen zu wollen kann u. E. jedoch nicht bedeuten, dass grundsätzlich jeder Handelsplatz dieselben Anforderungen erfüllen muss, ohne Rücksicht auf Unterschiede, die zwischen ihnen bestehen mögen. Insofern lässt MiFID II den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit vermissen.

MiFID II ist angetreten, die Gefahren des algorithmischen Handels und insbesondere des Hochfrequenzhandels zu bannen, Anleger zu schützen und eine erhöhte Transparenz zu schaffen, um die Wiederholung einer Finanzkrise wie 2008 zu verhindern.

Ob die ergriffenen Maßnahmen im Hinblick auf die deutschen Regionalbörsen überhaupt erforderlich sind, ist jedoch genauso zweifelhaft wie die Frage, ob die getroffenen Maßnahmen angemessen sind.

## **1. Bedeutung von Handelsplätzen**

Mit einem Marktanteil von unter ca. 1% am deutschen und weit unter 0,1% am europäischen Börsenumsatz ist der Einfluss des Handels an deutschen Regionalbörsen auf das Gesamtgeschehen am Börsenhandel sicherlich vernachlässigbar. Von diesen Handelsplätzen ist die Finanzkrise 2008 nicht ausgegangen. Dennoch werden eben solche kleineren Handelsplätze unterschiedslos genauso reguliert und behandelt wie diejenigen Handelsplätze, die das tägliche Handelsgeschehen maßgeblich ausmachen.

Die Börse Berlin vermisst insofern einen Ansatz, der – ähnlich der Bankenregulierung – die „Systemrelevanz“ eines Handelsplatzes berücksichtigt. Bei der Umsetzung in deutsches Recht hat der deutsche Gesetzgeber die Systemrelevanz z. B. in § 4 a (2) 2 und § 4 b (4) 2 des Börsengesetzes als Kriterium für die Anforderungen an Geschäftsleitung und Aufsichtsorganen genannt. Es wäre u. E. angemessen, dass die Systemrelevanz für eine abgestufte Regulierung von Handelsplätzen daher künftig als ein Leitbild des Gesetzgebers berücksichtigt wird.

## **2. Preisfeststellungsmechanismus**

MiFID II unterscheidet in keiner Weise nach den eingesetzten Handelssystemen und den verfolgten Geschäftsmodellen.

Der europäische Gesetzgeber unterstellt ausnahmslos, dass an allen europäischen Handelsplätzen algorithmischer und hochfrequenter Handel stattfindet. Diese Handelsarten werden jedoch ausschließlich über die Systeme definiert, die die Handelsteilnehmer einsetzen. Die Handelssysteme, oder besser Preisfeststellungsmechanismen, die die Börsen einsetzen bleiben außerhalb jeglicher Betrachtung. Dabei ist es lediglich eine Seite der Betrachtung, wie eine Order erzeugt wurde. Für die Regulierung der Handelsplätze sollte jedoch im Vordergrund stehen, wie ein Handelsplatz mit empfangenen Orders umgeht. Die Regionalbörsen in Deutschland setzen z. B. ein Handelssystem ein, in dem ein Mensch, der sog. Skontroführer, die Kurse feststellt. Dies erfolgt mit Unterstützung von Computersystemen, aber die Preisfeststellung muss grundsätzlich von einem Menschen bestätigt werden.

Die systemimmanenten Risiken eines vollautomatischen Matchingsystems sind im Gegensatz zur Preisfindung im Wege des Skontroführerhandels aber deutlich erhöht und müssen entsprechend reguliert werden. Eine Regulierung der Handelssysteme ohne nähere Berücksichtigung der Arten der Preisfeststellung und der damit verbundenen Risiken ist unverhältnismäßig und in Teilen auch sinnlos. Das deutsche Skontroführermodell, das weit davon entfernt ist, im Millisekundenbereich zu operieren, findet in der europäischen Gesetzgebung, die ausschließlich vollelektronische Matchingsysteme vor Augen hat, keinen Platz.

Ebenfalls nicht in die Schemata von MiFID II passt ein Handelssystem, das auf volumengewichteten Durchschnittspreisen oder sog. Mid-point-Preisen basiert. Bei der Berechnung solcher Preise, die Referenzpreise mehrerer Handelsplätze berücksichtigen, entstehen Preise, die rein mathematisch nicht zum Tick-Size-Regime passen. Wie mit solchen Preisen umgegangen werden soll, ist völlig unregelt.

Eventuell vorhandene Spielräume, die den Handelsplätzen für eine „angemessene“ Umsetzung durch den Level-1-Text eingeräumt werden, werden durch Level-2-Texte und Maßnahmen auf Level 3 konterkariert. (hierzu mehr unter IV.)

### **3. Geschäftsmodelle**

Unterschiedliche Geschäftsmodelle der Handelsplätze bleiben ebenfalls unberücksichtigt. An den Regionalbörsen in Deutschland werden überwiegend Werte gehandelt, die an einer größeren Börse ihr sog. Erstlisting haben, die also gegenüber einer der großen Börsen transparentpflichtig sind. Die Regionalbörsen machen dabei von einer Möglichkeit Gebrauch, die ihnen in Art 51 (5) bzw. Art 18 (8) MiFID II eingeräumt wird, dem sog. Zweitlisting. Voraussetzung hierfür ist, und das wird bereits in MiFID II festgelegt, dass dem Emittenten hieraus keinerlei Verpflichtungen erwachsen. Börsen und Emittenten stehen also in keiner Rechtsbeziehung zueinander. Dennoch müssen auch für diese Zweitlistings vollumfänglich Referenzdaten geliefert werden. Dabei handelt es sich jedoch um Angaben, die den Handelsplätzen eben wegen der fehlenden Rechtsbeziehung zum Emittenten gar nicht vorliegen. Gerade Handelsplätze mit vielen Zweitlistings müssen daher viel Geld ausgeben für die Beschaffung dieser Daten, die für sie keinen weiteren Nutzen haben und ausschließlich zur Erfüllung der Meldepflicht gegenüber der ESMA beschafft werden.

Dieses Problem wird noch verschärft durch die Tatsache, dass MiFIR und MiFID II Bezüge zum außereuropäischen Ausland nicht hinreichend regeln und der Interpretation durch ESMA überlassen sind (s. u. III.).

### **III. Eurozentristische Sicht**

Die Level-1-Texte MiFIR und MiFID II räumen ESMA erhebliche Kompetenzen bei der Konkretisierung auf Level-2 und -3 ein. Bei dieser Konkretisierung hat ESMA in der Vergangenheit einen zu engen, auf Europa konzentrierten Blickwinkel eingenommen.

So hat die undifferenzierte Anwendung der Tick-Size-Regelungen von MiFID II, die Tick-Sizes außereuropäischer Heimatmärkten völlig unberücksichtigt lässt, Anfang 2018 erhebliche Probleme im Handel mit außereuropäischen Werten verursacht. Die Anwendung der europäischen Tick-Size-Regelung hat nämlich dazu geführt, dass Tick-Sizes auf der Basis des europäischen Handelsvolumens berechnet und angewendet wurden. Diese wichen jedoch erheblich von den Tick-Size an den außereuropäischen Handelsplätzen ab, die aufgrund der dortigen hohen Liquidität sehr viel kleiner waren. Preise, die an europäischen Handelsplätzen festgestellt wurden, wichen daher zum Teil erheblich von den Preisen ab, die an den wesentlich liquideren Heimatmärkten festgestellt wurden. Dies hat zu erheblichen Verwerfungen geführt. In der Folge wurde hastig eine Notlösung erarbeitet, die bis heute angewandt wird. Inwieweit diese Lösung nach einem Brexit standhalten kann, wenn hochliquider Handel quasi vor den Toren Europas aber ohne das europäische Tick-Size-Regime stattfindet, bleibt abzuwarten.

Auch hinsichtlich der Meldungen von Stammdaten verursachen die von ESMA entworfenen Level-2 und -3-Texte ganz erhebliche praktische Probleme. Innerhalb Europas müssen die von MiFID II geforderten Stammdaten für ein Listing an einer Börse vorliegen und können dann selbstverständlich auch von der Börse des Erstlistings gemeldet werden. Außerhalb Europas ist die Nutzung von ISO-Kennungen (z. B. LEI, CFI-Code, FISN) nicht derart umfänglich vorgeschrieben. Für viele außereuropäische Werte existieren diese Angaben also nicht. Dennoch sind die Handelsplätze gehalten, diese nicht existenten Daten zu melden. Insgesamt bleibt festzuhalten, dass der deutsche Freiverkehrshandel mit zahlreichen außereuropäischen Aktien und Anleihen dem europäischen Gesetzgeber und auch ESMA ziemlich unbekannt zu sein scheint.

#### **IV. Kompetenzüberschreitungen durch ESMA**

Mit dem unter III. beschriebenen Wirkungsmechanismus hinsichtlich der Stammdaten überschreitet ESMA u. E. ihre Kompetenzen und unterwandert demokratische Prozesse.

MiFIR und MiFID II gestatten es regulierten Märkten und MTF's, die Regeln für die Einbeziehung von Wertpapieren in den Handel selbst festzulegen, solange diese Regeln nur transparent sind. Eine Beschränkung auf europäische Wertpapiere, oder solche, die bestimmte Kennzeichen haben, ist im Level-1-Text an keiner Stelle vorgesehen. ESMA jedoch hat durch ihre Interpretation und die Architektur ihrer eigenen Datenbanken festgelegt, dass nur solche Wertpapiere gehandelt werden dürfen, deren Emittenten einen Emittenten-LEI haben. Diese Einschränkung des vom europäischen Gesetzgeber Erlaubten verstößt nach unserem Verständnis ganz erheblich gegen das Rechtsstaatsprinzip.

Ein weiteres konkretes Beispiel für die Auslegung der Gesetzestexte über den Wortlaut hinaus stammt aus der Vor- und Nachhandelstransparenz. Weder Level 1 noch Level 2 schreiben vor, wie genau Vor- und Nachhandelstransparenz technisch herzustellen sind. Auf Level 3 hat ESMA verlautbart, dass diese Veröffentlichung auf der Webseite des Handelsplatzes in maschinenlesbarer Form zu erfolgen hat. Auch hiermit hat ESMA Freiheiten, die den Handelsplätzen durch die nach demokratischen Grundsätzen entstandenen Gesetzestexte bei der Umsetzung eingeräumt wurden, auf Level 3 unzulässig eingeschränkt.

ESMA sieht sich berufen, die Einhaltung der europäischen Regeln zu überwachen. Hierzu fragt sie regelmäßig Parameter von den Handelsplätzen ab. Diese schematischen Abfragen berücksichtigen jedoch die unterschiedlichen Preisfeststellungsmechanismen nicht angemessen. So war es der Börse Berlin mit ihrem Skontroführer gestützten Handelssystem Xontro nur schwer möglich, die Parameter für Aussetzungen zur Volatilitätsunterbrechung im für die Beantwortung vorgesehen Formblatt angemessen darzustellen.

Als jüngstes Beispiel für undifferenziertes schematisches Abfragen durch ESMA kann die „Data collection on the application of the deferral regimes“ vom 5 März 2019 „angeführt werden. Diese sieht schlicht nicht vor, dass ein Handelsplatz kein sog. „Deferral Regime“ einsetzt. Statt dies aber für den Handelsplatz einmal angeben zu können – also eine sog. „Fehlanzeige“ abzugeben - sind wir gezwungen eine Excel Tabelle mit 405 (!) Spalten auszufüllen.

Und auch bei den erforderlichen Datenmeldungen geht ESMA u. E. weit über das auf Level 1 Vorgesehene hinaus. Zunächst wenn sie die Level 2 Texte verfasst und vorschlägt, insbesondere aber auch, wenn auf Level 3 diese entgegen des Wortlautes ausgelegt werden. (s. dazu V.)

Die Börse Berlin hat daher mit Erleichterung zur Kenntnis genommen, dass ESMA im Rahmen des ESA-Reviews zunächst keine weiteren Kompetenzen übertragen werden sollen.

## **V. Datenmeldungen an ESMA**

MiFIR und MAR erlegen den Handelsplätzen umfangreiche Verpflichtungen zur Meldung von Referenz- und Transparenzdaten auf. Das ganze Ausmaß der zu meldenden Daten wird erst auf Level 2 ersichtlich. Dabei wird von den Handelsplätzen die Meldung von Daten verlangt, die ihnen nicht zur Verfügung stehen und von ihnen ausschließlich zum Zweck der Meldung erworben werden müssen. Einen Mehrwert schaffen diese Daten für die Handelsplätze nicht. Die Börse Berlin spricht sich daher dringend dafür aus, das Meldewesen erheblich zu vereinfachen.

Selbstverständlich können Handelsplätze die sie betreffenden Daten melden. Die betrifft z. B. Angaben zur Handelsaufnahme oder Angaben, wann der Emittent die Notierung beantragt hat.

Wie bereits unter II. 3. dargestellt, fällt es Handelsplätzen mit Zweitlistings schwer, Daten zu beschaffen, die nur der Handelsplatz des Erstlistings vom Emittenten erhält. Solche Daten sollten nur von ebendiesem Platz gemeldet werden müssen.

Instrumentenspezifische Daten, die von den national zuständigen Nummernvergabestellen gemeinsam mit der eindeutigen ISIN vergeben werden, wie z. B. der CFI-Code oder die sog. FISN, sollten u. E. von diesen Stellen direkt an ESMA gemeldet werden. Mit einem direkt Bezug der instrumentenspezifischen Daten von den nationalen Nummernvergabestellen entfielen auch die Mehrfachmeldung dieser Daten. Zurzeit muss jeder einzelne Handelsplatz, an dem ein Wertpapier gehandelt wird, den vollständigen Datensatz melden. Diese Mehrfachmeldung derselben Daten verursacht erhebliche Probleme, wenn nicht alle Handelsplätze übereinstimmende Daten melden.

Diese Probleme sind auf eine Architektur der Datenbanken ESMA zurückzuführen, die unter völliger Missachtung der Gegebenheiten des Wertpapierhandels aufgestellt worden sind. Abhängigkeiten innerhalb der einzelnen Datenbanken und im Zusammenhang der Datenbanken untereinander wurden nicht kommuniziert und wurden erst im Laufe der Zeit aufgrund der Fehlermeldungen ersichtlich. Auch hier besteht erheblicher Nachbesserungsbedarf.

Diese verfehlte Datenbank-Architektur hat z. B. zur Folge, dass ein Handelsplatz u. U. auch dann noch Referenzdaten aktualisieren muss (d. h. zunächst erwerben muss), obwohl er den Handel in einem Wert längst eingestellt hat, wenn dieser Wert an einem anderen Platz jedoch weitergehandelt wird. Dies erlangt besondere Bedeutung vor dem Hintergrund des

anstehenden Brexits. Obwohl dieser seit 2016 bekannt ist, sind die Datenbanken von ESMA nicht darauf vorbereitet, dass ein Mitgliedstaat die Europäische Union verlässt.

Ein weiteres Phänomen zeigt sich, wenn der Platz des Erstlistings eines Wertpapiers geänderte Daten meldet. Meldungen von Handelsplätzen, die denselben Wert als Zweitlisting handeln und denen diese Änderung der Daten unbekannt war, werden als fehlerhaft zurückgewiesen, ohne dass mitgeteilt würde, worin genau der Fehler besteht.

Es ist zu erwarten, dass nach Brexit ca. 80% der Datensätze in den ESMA Datenbanken von deutschen Handelsplätzen kommen werden. Wir raten daher dringend, dass die Datenbanken von ESMA die Besonderheiten des deutschen Wertpapierhandels künftig ausreichend berücksichtigt.

Nach MiFID-2 soll der Handel in intransparenten Märkten („dark-pool“ Handel) auf maximal 4% bzw. 8% begrenzt werden. Zur Berechnung der Schwellenwerte sind die Handelsplätze verpflichtet, der ESMA Datensätze (Stammdaten und Handelsvolumina) zu melden, sog. DVC (Double Volume Cap) Meldungen. Die letzte verfügbare ESMA Auswertung vom 26. Februar 2019 zum aktuellen Stand der DVC Meldungen des die Börse Berlin Xontro betreffenden Handelsplatzes stellt sich wie folgt dar:

	<b>N</b>	<b>Y</b>	<b>Summe</b>	<b>% complete</b>
<b>BERA</b>	0	1889	1889	100,00%
<b>BERB</b>	104	329033	329137	99,97%
<b>BERC</b>	3	32494	32497	99,99%

Bei an der Börse Berlin Xontro gehandelten weit über 30.000 verschiedenen Wertpapieren stellt dieser Abdeckungsgrad ein ausgezeichnetes Ergebnis dar. ESMA erwartet aber eine Erfüllung von 100,00%, um ihre Berechnung anstellen zu können. Diese Vorgabe ist in Bezug auf die DVC Meldungen leider verfehlt, denn die wenigen fehlenden Meldeperioden stammen überwiegend aus dem Jahr 2017 (!) und beziehen sich auf Werte, die in keinem Dark Pool der Welt gehandelt werden. Hinzu kommt, dass die Berechnung der DVC-Schwellenwerte zukunftsgerichtet wirken! Wir regen daher an, dass die Berechnungen praxisorientiert nach dem Sinn und Zweck der Vorschriften und unter Berücksichtigung einer Abdeckungsquote von z.B. mindestens 95% vorgenommen werden.

## **VI. Best-Ex-Reports**

MiFID II verlangt von Handelsplätzen die Veröffentlichung von Informationen über die Qualität der Ausführung von Aufträgen. Diese sog. Best-Execution-Reports sind durch die Vorgaben auf Level 2 derart umfangreich und schwer lesbar, dass sie dem durchschnittlichen Anleger – den

diese Transparenz ja gerade schützen soll – keine aussagekräftige Information zur Verfügung stellen.

U. E. weisen die Best-Ex-Reports zudem einen Konstruktionsfehler auf, wenn verlangt wird, Ausführungen zu festgelegten Zeitpunkten zu betrachten. Da die betrachteten Zeitpunkte zuvor bekannt sind, bestehe eine erhebliche Manipulationsgefahr. Dies hätte bei einer Betrachtung über einen Zeitraum statt eines Zeitpunkts vermieden werden können.

Zudem erfolgt die Veröffentlichung der Information derart verzögert (3 Monate nach Ablauf des 3-monatigen Betrachtungszeitraums), dass jeder mögliche Informationsgehalt seine Bedeutung verloren hat. Dies manifestiert sich in den Zugriffszahlen auf die Best-Ex-Reports für den Skontroführerhandel von im Schnitt 5 pro Woche (bei über 30.000 gehandelten Werten!) und für unseren elektronischen Handel Equiduct, auf die bisher gar nicht zugegriffen wurde.

## **VII. Umsetzung im deutschen Rechtsrahmen**

Das deutsche Börsengesetz stammt aus einer Zeit, in der das Zivilrecht in Deutschland umfassend und grundlegend kodifiziert wurde. Es fügt sich ein in einen Gesamtzusammenhang aus BGB, HGB und AktG, die alle in der Zeit 1894 bis 1900 in Kraft getreten sind.

Dieses wohlüberlegte Gefüge wurde bei der Umsetzung von MiFID II nicht hinreichend berücksichtigt. So wird im Börsengesetz nunmehr vorgegeben, dass die Börsenordnungen Bestimmungen zum Direkten Elektronischen Zugang enthalten müssen. Analysiert man die Bestimmungen rund um diesen elektronischen Zugang genauer, stellt man jedoch fest, dass die Finanzkommission nachgebildet werden soll. Diese wiederum ist im HGB geregelt und mitnichten durch die Börsen reguliert. Diese sind jedoch nun gehalten, etwas handelsrechtlich bereits Geregelter nochmals in ihre Börsenordnungen aufzunehmen.

Ein anderes Beispiel sind die Befreiungen von der Vorhandelstransparenz für Stop Orders. Dabei handelt es sich nach deutscher zivilrechtlicher Lesart um eine bedingte Willenserklärung. Solange die Bedingung nicht eingetreten ist (das Trigger-Ereignis für die Order nicht erfüllt ist) ist der Auftrag nicht existent. Somit kann er nicht transparenzpflichtig sein und von dieser Pflicht auch nicht befreit werden. Nichtsdestotrotz haben alle deutschen Handelsplätze diesen rechtlichen Unsinn mitmachen müssen.

Ein weiteres Beispiel sind sog. Aufgabengeschäfte. Auch hierbei handelt es sich um ein im Maklerrecht des HGB geregeltes Instrument des Maklers, einen Vertragsabschluss herbeizuführen. Skontroführer an deutschen Börsen sind Makler, weswegen sie bis zum FRUG auch so genannt wurden. MiFID II als europäisches Regelwerk kennt Aufgaben nicht, was zu erheblichen Problemen führt. Wann ist eine Aufgabe als Geschäft zu melden. Bereits bei Eingehung der Aufgabe, oder erst bei ihrer Schließung? Wenn bei Eingehung, wer ist dann als Gegenpartei zu benennen? Das Wesen der Aufgabe ist ja gerade, dass die Gegenpartei erst später genannt wird. Und im Zusammenhang mit der CSDR ist zu klären, ab wann die Frist zur Erfüllung eigentlich zu laufen beginnt. Alles Fragen, die es den Skontroführern immer



unattraktiver macht, Aufgaben einzugehen, was allerdings gerade an den kleinen Börsen ein wichtiges Instrument ist.

Für Rückfragen oder weitere Erörterungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Geschäftsführer