

„Eine Überlebensstrategie zu finden, wird für die Regionalbörsen immer schwieriger.“

Den traditionellen Börsenbetreibern steht im Zuge der MiFID durch multilaterale Handelssysteme (MTF) starke Konkurrenz ins Haus. An Spitzentagen können entsprechende Anbieter wie Chi-X nach eigenen Aussagen bereits die Marktanteile des mächtigen Xetra-Systems übertreffen. Gleichzeitig werden die Nischen für Regionalbörsen immer kleiner und es herrscht ein reger Preiskampf zwischen den Handelsplätzen. Mit dem Marktantritt von der Berliner Effktengesellschaft als neue geregelte Börse und dem Ausstieg der Deutschen Börse aus dem Parketthandel wird der Wettbewerb um die Volumina am Small- und Midcap-Markt zudem weiter steigen. Im Redaktionsgespräch erklärt Artur Fischer, Mitglied des Vorstands der Börse Berlin, wie sich sein Haus durch den Start einer neuen Plattform neben dem weitergeführten Regionalbörsengeschäft als europäischer Anbieter gegen die aufstrebenden Konkurrenten Chi-X, Bats und Turquoise etablieren will. Dass der Markt durch die steigende Zahl an Handelsplätzen mit komplexeren Produkten immer fragmentierter und intransparenter wird, wertet er als Fehlleistung der MiFID. (Red.)

Die Börsenlandschaft in Deutschland ist klar geprägt von der Deutschen Börse und zum anderen gibt es die regionalen Handelsplätze. Welche Rolle spielen diese beiden „Pole“?

Aktienhandel ist nicht gleich Aktienhandel. Zum einen gibt es die 600 bis 1 000 hochliquiden Werte – die sogenannten

Blue-Chips –, die sehr hohe Handelsfrequenzen aufweisen. Hier funktioniert die Ausführung am besten automatisiert, bis hin zum reinen algorithmischen Handel, an dem der Mensch gar nicht mehr direkt beteiligt ist. Das ist das eine Extrem des Spektrums. Hier ist und bleibt die Deutsche Börse mit Xetra Marktführer in Deutschland, hat aber eine starke Konkurrenz im europäischen Ausland: Chi-X. Diese Art des Börsengeschäfts ist in erster Linie für institutionelle Investoren attraktiv, bei entsprechend hohem Volumen rücken neben den technischen Aspekten wie der Ausführungsgeschwindigkeit insbesondere die Kosten in den Mittelpunkt.

Im Bereich der Small- und Midcaps, dem anderen Ende des Spektrums, ist oft deutlich weniger Liquidität vorhanden, und es

bedarf des Eingreifens von Menschen, samt ihrer Intuition und der Möglichkeit der gezielten Übernahme von Marktrisiken, um die angestrebten Geschäfte ausführen zu können. Die Anforderungen sind also andere als beim Handel in hochliquiden Werten, und es bedarf einer entsprechend angepassten technischen Grundlage.

Hier tun sich die Nischen auf, die sich die Regionalbörsen seit Ende der Achtzigerjahre zum Teil recht erfolgreich zu eigen gemacht haben. Die jeweiligen Aufstellungen verändern sich im Laufe der Zeit zusätzlich: Die Börse Berlin etwa war einmal federführend bei Auslandsaktien. Diese Position hat sie aber im Laufe der Zeit abgeben müssen. Im Bereich des Fondshandels findet derzeit ebenfalls ein starker Wettbewerb statt. Eine Überlebensstrategie zu finden, wird für die Regionalbörsen immer schwieriger.

Dabei spielt doch sicherlich auch das (technische) Handelssystem eine substantielle Rolle ...

Aufbauend auf dem zugrunde liegenden Handelsmodell – Skontroführer bei den regionalen Plätzen beziehungsweise



Artur Fischer,
Mitglied des Vorstands,
Börse Berlin AG,
Berlin

automatisierter Handel auf Xetra – muss auch die Börsentechnik angemessen aufgebaut sein. Mit dem Xontro-System, das vom Frankfurter Anbieter Braintrade gepflegt wird, verfügen die regionalen Handelsplätze dabei nicht nur über eine speziell auf das manuelle Eingreifen ausgelegte Plattform. Da diese gemeinschaftlich getragen wird, teilen sich auch die Entwicklungskosten auf. Insgesamt ist das System deutlich einfacher, so bietet es etwa nur Settlement und kein Clearing. Hinzu kommt, dass Xontro nur im deutschen Markt genutzt wird. Ein internationaler Fokus ist damit auch wegen des fehlenden Clearings für die Regionalbörsen nicht möglich.

Im Gegenzug ist allerdings die Differenzierung der Börsen untereinander bei einer einheitlichen Systemplattform schwieriger. Weil auch die Marktteilnehmer heute nicht mehr regional, sondern bundesweit aufgestellt sind, wird der Wettbewerb unter den kleineren Handelsplätzen immer stärker und die jeweiligen Nischen immer kleiner.

Welche möglichen Strategien stehen regionalen Handelsplätzen zur Verfügung?

Ein mögliches Modell hat die Börse Stuttgart realisiert. Hier haben sich die Market Maker mit der Börse selbst zusammengenommen um eine größere Wertschöpfungstiefe zu bieten. Darüber hinaus lassen sich die entsprechenden Dienstleistungen aufgrund der engeren Zusammenarbeit optimieren und sicherlich nicht zuletzt auch die Margen etwas ausweiten.

Eine gegenteilige Entwicklung hat sich hier am Standort Berlin abgespielt. Erst kürzlich hat der Anbieter Tradegate eine Börsenlizenz erhalten. Als Berliner Effektengesellschaft war das Unternehmen früher ein wichtiger Partner der Börse Berlin. Hier ist also das Gegenteil passiert: Ein einzelner Marktteilnehmer hat unter den in diesem Fall durch die EU-Finanzdienstleistungsrichtlinie MiFID gegebenen Möglichkeiten sein Angebotsspektrum erweitert und tritt nun selbst als Handelsplatz auf.

Grundsätzlich stellt ein Börsenbetreiber nur die Infrastruktur, das Regelwerk und

die Überwachung des Handels zur Verfügung. Es liegt an den einzelnen Skontroführern, den Handel in diesen Produkten zu ermöglichen. Tradegate nutzt diese Kompetenz nun, um selbst stärker am Markt aktiv zu werden. Damit ist aus dem

„Weil die Xontro-Transaktionsvolumina immer geringer wurden, war ein neues Geschäftsmodell nötig.“

ehemaligen Partner ein Wettbewerber geworden – was unter Verbrauchergesichtspunkten ja auch ein richtiger und wichtiger Schritt sein kann, wenn die Qualität steigt und die Kosten für Kunden sinken.

Allgemein gilt für die regionalen Anbieter: Wer sich verändern kann, hat eine Chance zu überleben. Für eine langfristig auf den bestehenden Strukturen basierende Strategie befinden sich die Märkte zu sehr in Bewegung.

Wer sind für die Börse Berlin die eigentlichen Wettbewerber: Xetra, die Regionalbörsen oder die sich etablierenden alternativen Plattformen wie Bats, Chi-X und Turquoise?

Die Börse Berlin arbeitet auf zwei Ebenen. Aus Xontro-Sicht, also die erste Ebene, sind die größten Wettbewerber die anderen Regionalbörsen und seit einiger Zeit Tradegate. Hier hat sich über Jahrzehnte eine gewisse Marktverteilung etabliert, die sich nur langsam verändert. Allerdings stehen dem Markt immer Änderungen bevor, und neue Geschäftsmodelle werden überlebenswichtig sein.

Das größere Geschäft allerdings findet auf der zweiten Ebene bei den liquideren Werten, also den rund 1 000 europäischen Blue Chips statt. Hier konkurriert die Börse Berlin mit den großen europäischen Handelsplattformen. In diesem Segment ist neben Xetra insbesondere Chi-X eine nicht mehr wegzuredende Größe, während Bats weiterhin am wachsen ist und Turquoise nach einem zunächst starken Start wieder etwas an Marktanteilen verloren hat. Nasdaq OMX spielt auf dem europäischen Level heute noch keine Rolle.

Hierzulande ist der Wettbewerb allerdings noch gar nicht angekommen. Das wird

schon daran deutlich, wie hoch der Anteil an auf Xetra ausgeführten Transaktionen ist, die etwa auf Chi-X oder Bats eine bessere Ausführung bekommen hätten. Allein die Tatsache, dass alle großen MTFs in London angesiedelt sind, zeigt, dass der Finanzplatz Deutschland hier noch deutlich aufzuholen hat.

Sie sehen demnach in Tradegate, die nun ebenfalls eine Börsenlizenz in der Hauptstadt erhalten haben, einen ernsthaften – vielleicht sogar den stärksten – Konkurrenten?

Schon in den letzten Jahren, in denen Tradegate sich „inoffiziell“ bereits als Wettbewerber aufgestellt hat, sind Marktanteile dorthin abgeflossen. Zumindest sind mit dem Erhalt der Börsenlizenz die Verhältnisse klar definiert. Hier handelt es sich um eine Anpassung an Marktgegebenheiten: Die Berliner Effektengesellschaft als „Mutterhaus“ hat zügig auf die Anforderungen des Marktes bei weniger liquiden Werten reagiert und sich entsprechend – ohne Transaktionsgebühren – am Markt aufgestellt.

Wenn Chi-X als größte multilaterale Handelsplattform an Einzeltagen mittlerweile mehr Volumen bei Blue Chips auf sich ziehen kann als Xetra und nun mit Tradegate zusätzlich zu den etablierten Regionalbörsen ein weiterer Konkurrent an den Markt strebt, was bleibt dann noch an Geschäftsmodellen für Nischenplayer wie Equiduct Trading Ihres Hauses übrig?

Zunächst war die Börse Berlin mit Xontro als Systemplattform als reine Regionalbörse aufgestellt. Weil hier die Transaktionsvolumina aber immer geringer wurden, war ein neues Geschäftsmodell nötig. Letztes wurde dann unter verschiedenen Gesichtspunkten umgesetzt. Zum Ersten etwa hat sich die Börse Berlin von Xetra unabhängiger gemacht und erwarb mit Equiduct ein eigenes Handelssystem.

Zum Zweiten war klar, dass keine Kannibalisierung des eigenen Geschäfts im Small- und Midcap-Segment stattfinden durfte. Daher ist das neue Modell auf hochliquide Werte ausgerichtet. Und zum Dritten musste die Börse Berlin über die deutschen Grenzen hinaus wachsen, um am immer stärkeren europäischen Geschäft teilhaben zu können. Damit besteht genügend



Marktpotenzial, um Volumen auf Equiduct zu ziehen.

Können Sie mit dem Erfolg der neuen Ausrichtung zufrieden sein? Starke Marktanteilszuwächse haben sich bislang schließlich noch nicht verzeichnen lassen ... Spürt die Börse Berlin den aggressiven Markteintritt von Chi-X, Turquoise & Co.?

Bei der Umsetzung galt es, einige unvorhersehbare Unwägbarkeiten zu umschiffen, die einem schnelleren Markterfolg im Wege standen. So war etwa nicht von vornherein klar, dass nicht-deutsche Clearinghäuser bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zuerst genehmigt werden müssen. Der entsprechende regulatorische Prozess hat das Projekt zeitlich verzögert. Hinzu kommen die Auswirkungen der Finanzkrise, die die Marktaktivität um mehr als 70 Prozent hat einbrechen lassen.

Unser Ziel bleibt weiterhin, Umsatzanteile wie Turquoise oder Chi-X zu erreichen. Allerdings ist die Anzahl der Wettbewerber auf europäischem Boden in den letzten Monaten deutlich angestiegen. Damit steht die Börse Berlin vor einem veränderten Marktumfeld, an das die weitere Strategie nun angepasst werden muss. Hinzu kommt, dass sich die multilateralen Handelssysteme auf einen Preiskampf eingelassen haben, der die Margen extrem schmälert. Wir sind uns allerdings bewusst, dass wir für einen Erfolg starke Industriepartner benötigen.

Wird es dadurch einen stärkeren Wettbewerb zwischen Berlin und dem Finanzplatz Frankfurt geben? Wäre das denn sinnvoll?

Hier gilt es, realistisch zu bleiben: Trade-gate hat zwar eine Zulassung hier in Berlin. Aber das Geschäft – und auch die Büros – sind in Frankfurt. Die Bankenmetro-pole wird der Finanzplatz Nummer eins in Deutschland bleiben, und auch wenn die ehemalige Effektengesellschaft nun hier in der Hauptstadt eine Börsenlizenz hat, so wird es nicht zum Showdown kommen, weder zwischen den Handels- noch zwischen den Finanzplät-

zen. Zudem ist es im modernen (europäischen) Börsengeschäft nicht mehr wichtig, wo eine Börse ihren Sitz hat.

Die Diskussion ist alt, statt einer Konsolidierung ist aber nun ein weiterer Anbieter am Markt: Wie viele Börsen braucht Deutschland?

So viele der Kunde will und das Geschäft hergibt. Da das Produktangebot im Wesentlichen gleich ist, muss der Markt entscheiden, wie viel Vielfalt für einen funktionierenden Handel notwendig ist. In den letzten 50 Jahren hat sich die Börsenstruktur in Deutschland – im Hinblick auf die Regionalbörsen – wenig verändert.

Im September 2007 erwarb die Börse Berlin AG einen Mehrheitsanteil an Equiduct Systems. Seit Ende März dieses Jahres sprechen Sie gemeinsam mit dem Londoner Unternehmen europäische Finanzinstitutionen mit dem Produktangebot an. Welche Vorteile bietet die neue Plattform? Und wie erfolgreich war der Marktantritt?

Als die Entscheidung zur Investition in das neue System getroffen wurde, standen vor allem die Vorteile des Endnutzers im Vordergrund: Es ist für ihn ohne großen Aufwand möglich, bei der Börse Berlin Order für Order den besten Preis zu bekommen. Und das zu extrem niedrigen Kosten und innerhalb einer Handelszeit von zwei Millisekunden. Die Equiduct-Plattform ersetzt beim Kunden also ein teures und kompliziertes Smart-Order-Routing-System. Allerdings ist die Börse Berlin in einem zweistufigen Vertriebssystem gefangen: Aus Sicht der Institute kommen auf diese Anschlusskosten zu, während der Bankkunde

am Ende von dem Angebot profitiert. Gegenüber den Instituten verliert die neue Plattform damit ihren wichtigsten Vorteil, da nach MiFID alle geschilderten Vorteile

an den Endkunden weitergegeben werden müssen.

Trotz dieser Hürden steht die Börse Berlin hinter dem Equiduct-System, denn die Vorteile der Plattform bleiben bestehen, auch wenn der Marktantritt sich schwieriger gestaltet, als zunächst erhofft. In dieser Hinsicht hat auch die MiFID sehr enttäuscht, die ja eigentlich Vorteile für den Verbraucher herbeiführen sollte.

Wie lässt sich nun die fehlende Marktdurchdringung herbeiführen?

Es gilt für die Börse Berlin, den Markt von den Vorteilen der neuen Plattform zu überzeugen. Mit Analysen lässt sich leicht deutlich machen, dass Equiduct tatsächlich die beste Ausführung garantiert. Im Aus-

„Equiduct soll in absehbarer Zeit in Europa einen Marktanteil von mindestens zwei Prozent haben.“

land ist die Sensibilität gegenüber der tatsächlichen Best Execution übrigens schon deutlich größer, was die Kundenansprache stark vereinfacht.

Wie groß ist der Marktanteil der Börse Berlin derzeit? Wo liegt Equiduct damit im deutschen Vergleich? Und im europäischen?

Bei Xontro liegt der Marktanteil derzeit bei 7,5 Prozent. Zu Equiduct lassen sich noch keine Angaben machen, die Plattform ist ja erst seit Ende März im Betrieb. Nach einem Jahr wird das Bild hier sicherlich klarer werden.

Aber Sie können bestimmt Zielgrößen nennen ...

Equiduct soll in absehbarer Zeit in Europa einen Marktanteil von mindestens zwei Prozent haben. Chi-X und andere haben das bekanntlich geschafft.

Und wie wollen Sie dorthin kommen?

Das Verständnis der Börse Berlin als Handelsplatz ist, im Sinne der MiFID die Kriterien optimal zu erfüllen. Diese Anforderung wird sich auch am Markt durchsetzen. Al-

„Die Finanzkrise hat die Marktaktivität um mehr als 70 Prozent einbrechen lassen.“

lerdings wird es bis dahin noch erheblicher Marketinganstrengungen bedürfen. Erst wenn der Kunde selbst sensibilisiert ist für die beste Ausführung seiner Order, wird er Entsprechendes auch von seiner Bank verlangen.

Wie lassen sich „Orange-VBBO“, „Partner-Ex“ und „Hybrid-Book“ am Markt verständlich erklären? Bieten diese gegenüber den Wettbewerbern einen greifbaren Mehrwert? Ist im Handelsgeschäft angesichts der breiten Produktpaletten eine Differenzierung im Markt überhaupt möglich?

Das ist ein weiteres, und ein generelles Problem. Denn die Best-Execution-Ausführung kleinerer Kundenorders bringt für den End-

kunden nur recht überschaubare Kostenvorteile. Damit argumentieren auch die Banken. Betrachtet man das gesamte Retailgeschäft, wird aber schnell deutlich, um welche Summen es sich handelt, auch wenn pro Handelsgeschäft nur wenige Euro eingespart werden. Hier hätte auch die MiFID für mehr Aufklärungspflicht sorgen sollen. Etwas ketzerisch gesprochen, ließe sich mit der Investition in ein stärkeres Marketing sicherlich schneller Geld verdienen, als mit dem Aufbau einer hochwertigen, europäischen Plattform, die obendrein einen erheblichen technischen Betriebsaufwand mit sich bringt, um einen vollständigen Vergleich zu liefern.

Wie wird sich der Börsenhandel im weitesten Sinne in Zukunft entwickeln? Wird der Markt bei all den Anbietern wie Deutscher Börse, den Regionalbörsen und multilateralen Handelssystemen nicht immer schwieriger, den Überblick zu behalten?

Sicherlich werden in den kommenden Monaten und Jahren einige Anbieter die Möglichkeiten der MiFID nutzen und mit neuen Plattformen auf den Markt drängen. Diese Entwicklung kann aber nicht von Dauer sein, die Zahl der Handelsplätze wird sich langfristig auf einem überschaubaren Niveau einpendeln. Es wird zu einer Konsolidierung kommen, schwach aufgestellte Anbieter können diese nicht überstehen. Mit der Deutschen Börse gibt es hierzulande einen gut aufgestellten, zentralen Markt-

betreiber, der auch mit Blick auf Europa eine feste Größe ist. Börsen wie die London Stock Exchange werden schnell eine stärker diversifizierte Ausrichtung finden müssen, um im sich abzeichnenden europäischen Wettbewerb bestehen zu können.

Stichwort Regulierung: Wird mit der MiFID und Best Execution nicht eher Komplexität geschaffen statt Wettbewerb zu fördern?

Das ist immer ein Nachteil der Vielfalt. Nun liegt es am Markt, diese Komplexität wieder aufzubrechen. MiFID hat nicht rich-

„MiFID hat nicht richtig funktioniert.“

tig funktioniert. Statt Verbrauchervorteilen hat der Gesetzgeber die Grundlagen für Fragmentierung und damit auch Intransparenz geschaffen.

Haben sich im Rahmen der MiFID die Bedingungen an den Handelsplätzen verändert? Wie haben sich die vom Kunden zu zahlenden Preise entwickelt?

Wenn er es richtig anstellt, kann der Endkunde heute bessere Konditionen bekommen, als vor der MiFID. Das Problem aber liegt darin, dass es einer erheblichen Anstrengung bedarf, durch den Konditionenschwung zu schauen. Der berühmte Otto Normalverbraucher profitiert nicht von der Richtlinie, dieses Privileg kommt allein einer kleinen Anzahl an „Großinvestoren“ zu.

Wie soll die Zukunft von Equiduct aussehen? Welche Zielgrößen sollen erreicht werden? Wie sieht der entsprechende Zeitrahmen dafür aus?

Nachdem sich in diesem Jahr die Verwerfungen der Finanzkrise wieder etwas gelegt haben, wird die Börse versuchen, Industriepartner zu finden, die insbesondere beim Vertrieb helfen können. In zwei Jahren sollten dann schwarze Zahlen geschrie-

ben werden. Für einen vergleichsweise kleinen Handelsplatz wie Berlin ist das ein durchaus ambitionierter Zeitplan.

Ist der Markteintritt in neue Länder geplant? Oder Kooperationen?

Deutschland, Frankreich und England werden auf absehbare Zeit die Kernmärkte bleiben.

Prognostizieren Sie wieder höhere Handelsvolumina in der Zukunft? Welche Segmente beziehungsweise Produkte wird das insbesondere betreffen?

Die Marktgesundung wird in etwa der nach dem Platzen der „Techno-Bubble“ entsprechen.

Sehen Sie die Gefahr, dass die Lehren der vergangenen Monate bald vergessen und allzu sehr wieder das schnelle Geschäft in den Handelsmittelpunkt rücken wird?

Es ist sicherlich richtig, dass die Finanzbranche in den vergangenen Jahren zu Übertreibungen geneigt hat. Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass der Anleger an diesen Entwicklungen keinesfalls unbeteiligt war, auch wenn es sicherlich nicht zu leugnen ist, dass die Finanzbranche ein signifikantes Systemproblem hatte: Subprime-Risiken wurden zu leichtfertig „vergessen“. Blinden, computergenerierten

„Die Zahl der Handelsplätze wird sich langfristig auf einem überschaubaren Niveau einpendeln.“

Ratings wurde vertraut, weil es schlichtweg nicht mehr möglich war, die Ausfallwahrscheinlichkeiten zu überblicken.

In jeder Industrie und in jedem Bereich der Gesellschaft gibt es immer wieder schwarze Schafe. Weil niemand bereit war, einen Rückschritt in Kauf zu nehmen, wurde über Derivate Geld aus der Zukunft benutzt, um die Wirtschaft am boomen zu halten. Nun muss sich zeigen, ob die Gesellschaft es aushält, den sprichwörtlichen Gürtel für längere Zeit deutlich enger zu schnallen. Die Handelsplätze selbst werden darauf keinen Einfluss haben, sie führen schließlich nur Kauf- und Verkaufsaufträge aus.