

Association for Information Systems AIS Electronic Library (AISeL)

Wirtschaftsinformatik Proceedings 2007

Wirtschaftsinformatik

February 2007

MiFID-Readiness - Die Umsetzung der MiFID "Markets in Financial Instruments Directive" in der deutschen Finanzindustrie

Peter Gomber

Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Gomber@wiwi.uni-frankfurt.de

Markus Gsell

Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, markus.gsell@gmx.net

Claudia Reininger

claudia.reininger@t-online.de

Follow this and additional works at: <http://aisel.aisnet.org/wi2007>

Recommended Citation

Gomber, Peter; Gsell, Markus; and Reininger, Claudia, "MiFID-Readiness - Die Umsetzung der MiFID "Markets in Financial Instruments Directive" in der deutschen Finanzindustrie" (2007). *Wirtschaftsinformatik Proceedings 2007*. 98.

<http://aisel.aisnet.org/wi2007/98>

This material is brought to you by the Wirtschaftsinformatik at AIS Electronic Library (AISeL). It has been accepted for inclusion in Wirtschaftsinformatik Proceedings 2007 by an authorized administrator of AIS Electronic Library (AISeL). For more information, please contact elibrary@aisnet.org.

In: Oberweis, Andreas, u.a. (Hg.) 2007. *eOrganisation: Service-, Prozess-, Market-Engineering*; 8. Internationale Tagung Wirtschaftsinformatik 2007. Karlsruhe: Universitätsverlag Karlsruhe

ISBN: 978-3-86644-094-4 (Band 1)

ISBN: 978-3-86644-095-1 (Band 2)

ISBN: 978-3-86644-093-7 (set)

© Universitätsverlag Karlsruhe 2007

MiFID-Readiness

- Die Umsetzung der MiFID “Markets in Financial Instruments Directive“ in der deutschen Finanzindustrie -

Peter Gomber, Markus Gsell

Lehrstuhl für BWL, insb. e-Finance
Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main
60054 Frankfurt/Main
{gomber,gsell}@wiwi.uni-frankfurt.de

Claudia Reininger

Goethestr. 34
63674 Altstadt
claudia.reininger@t-online.de

Abstract

Aktuell stellen die neue EU Richtlinie „Markets in Financial Instruments Directive“ (MiFID) und deren Umsetzungserfordernisse ein wichtiges Thema für die Finanzindustrie in Europa dar, da diese Richtlinie die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und den Wertpapierhandel europaweit grundlegend neu regelt und harmonisiert. Die MiFID ist ab dem 01. November 2007 anzuwenden und erfordert die Anpassung von Prozessen und IT-Systemen. Der vorliegende Beitrag präsentiert die Ergebnisse einer Umfrage unter deutschen Wertpapierfirmen bezüglich des Umsetzungsstatus der Projekte zur MiFID und die Haltung der Häuser zu den strategischen Potenzialen sowie den Nutzen bzw. Kosteneinschätzungen bezüglich der neuen Richtlinie.

1 Einleitung

“Any ‘Lamfalussy’ Directive is complicated. With the MiFID, the stakes are high. The sums involved big. This has given the debate an added edge. Indeed, my services tell me that this may be the toughest securities law dossier they have ever had to deal with!” [McCr05]. EU Binnenmarktkommissar McCreevy beschreibt hiermit nicht nur die Sicht der Kommission,

sondern er trifft auch die Einschätzung vieler Marktteilnehmer zur neuen „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente“ („Markets in Financial Instruments Directive“, MiFID) [Euro04]. Diese ist am 30. April 2004 in Kraft getreten und wird nach Umsetzung in das jeweilige nationale Recht der Mitgliedsstaaten ab 01. November 2007 von Marktteilnehmern, d. h. den Wertpapierfirmen und Börsen, anzuwenden sein. Die MiFID ist die Kernmaßnahme des Financial Services Action Plan der EU. Ziele der MiFID sind Integration und Harmonisierung der Finanzmärkte in Europa, Stärkung des Investorenschutzes, die Sicherung von Marktintegrität und -transparenz sowie eine Ausdehnung der einbezogenen Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen im Vergleich zur Vorgängerrichtlinie der MiFID, der „Investment Services Directive“ (ISD) aus dem Jahr 1993 [Euro93]. Damit soll die neue Richtlinie die Veränderungen der letzten fast 15 Jahre in Bezug auf neue Finanzinstrumente, auf neue z. B. internetbasierte Geschäftsmodelle im Banking und Brokerage sowie in Bezug auf technologiebasierte Handelsmodelle/-plattformen auf regulatorischer Seite nachvollziehen. Mit dieser Maßnahme wird der Wertpapierhandel in Europa grundsätzlich neu geregelt. Hieraus ergeben sich neue Chancen, aber auch Anpassungsbedarf bezüglich der Prozesse und IT-Systeme von Wertpapierfirmen.

Die 73 Artikel der MiFID adressieren die Themenblöcke Wertpapierhandel und Markttransparenz, Organisations- und Compliance-Anforderungen sowie Wohlverhaltensregeln und Operations von Wertpapierfirmen und Marktplatzbetreibern. Im Themenblock Wertpapierhandel – der im Zentrum der MiFID und der nachfolgenden Ausführungen steht – wird erstmals eine umfassende und europaweit gültige Verpflichtung von Wertpapierfirmen zur „*kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen (Best Execution)*“ eingeführt. Weiterhin werden für viele Mitgliedsstaaten (insbesondere Deutschland) neue Transparenzanforderungen speziell für die außerbörsliche Orderausführung definiert. Diese verlangen neben der Veröffentlichung und Meldung der Transaktionsdaten abgeschlossener Transaktionen (Post-Trade Transparenz) auch die Offenlegung von Daten zu Orders und Quotierungen (Pre-Trade Transparenz) und beinhalten neue Anforderungen an Prozesse und Marktdatensysteme.

Die Umsetzung der Richtlinie erfolgt nach dem so genannten Lamfalussy-Gesetzgebungsverfahren, das die Implementierung regulatorischer Maßnahmen im Bereich Finanzmärkte in vier Stufen (*levels*) gliedert. Mit der Veröffentlichung der MiFID als Rahmenrichtlinie am 30. April 2004 wurde Level 1 und damit der Basisrechtsakt auf EU-Ebene

abgeschlossen. Am 10. August 2006 wurden die technischen Durchführungsbestimmungen¹ in der zweiten Stufe (Level 2), die in einem intensiven Abstimmungsprozess zwischen den Gesetzgebungsorganen der EU, den nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden und den Marktteilnehmern definiert wurden, erlassen. Parallel zu den Prozessen auf europäischer Ebene hat die Umsetzung der Richtlinienbestimmungen durch die Mitgliedstaaten über nationale Gesetzgebungsverfahren² zu erfolgen und soll bis zum 31. Januar 2007 abgeschlossen sein³. Die Marktteilnehmer müssen die Anforderungen ab dem 01. November 2007 erfüllen. EU Binnenmarktkommissar McCreevy unterstreicht, dass sich die Marktteilnehmer rechtzeitig vorbereiten müssen [Exch06]: *„MiFID is a ground-breaking piece of legislation. It will transform the landscape for the trading of securities and introduce much needed competition and efficiency. [...] All firms in the business should now prepare.“*

Ziel dieses Beitrags ist es, vor dem Hintergrund des näher rückenden Umsetzungstermins, den Umsetzungsstatus der MiFID in der deutschen Finanzindustrie aufzuzeigen und die Einschätzung deutscher Wertpapierfirmen bezüglich der Nutzeffekte der Kernanforderungen der MiFID einerseits und bezüglich der Umsetzungserfordernisse im Hinblick auf Prozesse und IT-Systeme andererseits darzustellen. Weiterhin werden der Informationsstand der Häuser, der Projekt-Aufbau sowie die erwarteten Auswirkungen auf interne Prozesse und IT-Strukturen erhoben. Methodisch basiert diese Arbeit auf einer empirischen Studie, die zwischen Dezember 2005 und Februar 2006 mittels eines strukturierten Fragebogens unter 193 deutschen Wertpapierfirmen durchgeführt wurde. Die Ergebnisse wurden den Teilnehmern am 24. April 2006 übermittelt und dienen dem Benchmarking des eigenen Umsetzungsstands.

Kapitel 2 stellt kurz die existierende Literatur sowie existierende europäische Studien zur Umsetzung der MiFID-Anforderungen dar und erläutert den Aufbau der hier durchgeführten Studie zur MiFID-Readiness der deutschen Finanzindustrie. Kapitel 3 präsentiert die Ergebnisse der Umfrage zu den Projektrahmendaten und Kostenschätzungen sowie Einschätzungen bezüglich der Kernthemen Best Execution und Markttransparenz. Abschließend fasst Kapitel 4 die Ergebnisse zusammen und gibt einen Ausblick auf weitere Forschungsschritte.

¹ [Euro06a] und [Euro06b]

² Hierzu veröffentlichte im September 2006 das Bundesfinanzministerium einen Referentenentwurf [BuMF06].

³ Level 3 dient der Gewährleistung einheitlicher Umsetzung und Anwendung durch Empfehlungen zu Auslegungsfragen durch das „Committee of European Securities Regulators“ (CESR), während in Level 4 die EU Kommission die Einhaltung der Rechtsvorschriften durch die Mitgliedstaaten überprüft und gegebenenfalls Vertragsverletzungsverfahren einleitet.

2 Existierende Literatur und Aufbau der MiFID-Studie für die deutsche Finanzindustrie

Naturgemäß existieren aufgrund der Umsetzung der MiFID ab 01. November 2007 und der noch fehlenden empirischen Datengrundlage bisher nur wenige wissenschaftliche Arbeiten, die sich mit Inhalten und Auswirkungen der MiFID befassen. Die vorhandene Literatur in diesem Kontext fokussiert daher auf die Darstellung der inhaltlichen Anforderungen und Auslegungen der MiFID-Vorschriften (z. B. [GoSe05], [CaLa06]) oder versucht durch Analogieschluss die Konsequenzen anderer marktstruktureller Veränderungen auf die MiFID zu übertragen (z. B. [AyDe05]). Erste Erkenntnisse bzgl. des Umsetzungsstands in den Unternehmen wurden bisher durch Umfragen von Industrieinitiativen und Beratungsunternehmen gewonnen. Insbesondere in Großbritannien wurden verschiedene Umfragen zur MiFID durchgeführt: Im September 2005 zeigte die von der „MiFID Joint Working Group“ durchgeführte Studie unter Londoner Investmentbanken [Full05] eine große Unsicherheit auf. Lediglich 24% verstanden die inhaltlichen Anforderungen der Regulierung hinreichend, um z.B. notwendige Maßnahmen für die Entwicklung und Umsetzung der Best Execution Anforderungen zu ergreifen. 80% der antwortenden Firmen hatten noch keine technologische Strategie für die Anforderungen der Markttransparenz-Vorschriften entwickelt. Die im November 2005 von Liquidnet Europe [Liqu05] unter seinen Mitgliedern durchgeführte Studie setzte den Fokus auf das Kosten-/Nutzenverhältnis der MiFID. Mehr als 55% der Befragten sahen in der MiFID hohe Umsetzungskosten und geringe Nutzeffekte für ihre Firma. Insgesamt betrachteten lediglich 39% die MiFID als eine mögliche Verbesserung im Vergleich zur aktuellen Wettbewerbssituation. Eine Studie von KPMG [KPMG06] im Februar 2006 unter 199 europäischen Wertpapierfirmen unterstrich den noch geringen Vorbereitungsstatus: Erst 48% der antwortenden Firmen hatten sich mit der MiFID beschäftigt, 44% erwarteten dennoch, die MiFID bis November 2007 umgesetzt zu haben. Der größte Nutzen der MiFID wurde von 37% der Firmen im Angebot grenzüberschreitender Wertpapierdienstleistungen gesehen, 24% sahen für ihre Firma keine Vorteile durch die neue EU Richtlinie.

Die Stichprobe der vorliegenden MiFID-Studie für die deutsche Finanzindustrie umfasst 193 Wertpapierfirmen, die sich aus den 100 größten Kreditinstituten (Jahr 2004) sowie den Handelsteilnehmern der drei umsatzstärksten deutschen Börsen (Frankfurt, Stuttgart,

München)⁴ zusammensetzen. Der Fragebogen umfasst 33 Fragen mit bis zu neun Unterfragen. Verständlichkeit und Handhabbarkeit der Fragen wurden durch fünf Pre-Tests⁵ überprüft. Die Befragung startete am 12. Dezember 2005 mit einem festgesetzten Auswertungstichtag am 10. Februar 2006 (Feldzeit: neun Wochen). Von den versendeten Fragebögen wurden 55 zurückgeschickt⁶, 28 davon in elektronischer Form, 27 Antworten schriftlich, was einer Rücklaufquote von 28,5% entspricht. Tabelle 1 zeigt den Rücklauf der Studie im Überblick:

Anzahl der kontaktierten Firmen	Anzahl der versandten Fragebögen	Fragebogenrücklauf (Absolut-/Prozentwert)
193	131	55 ≈ 28,5 %

Tab. 1: Rücklauf der MiFID-Studie

Ein Test der Repräsentativität bezüglich der Größenverteilung der Wertpapierfirmen in der Stichprobe ist positiv und diese kann damit bezüglich der Verteilung der Bilanzsumme als repräsentativ für die Grundgesamtheit eingestuft werden⁷. Abbildung 1 stellt die Struktur des Rücklaufs bezüglich der Geschäftstypen der befragten Häuser dar:

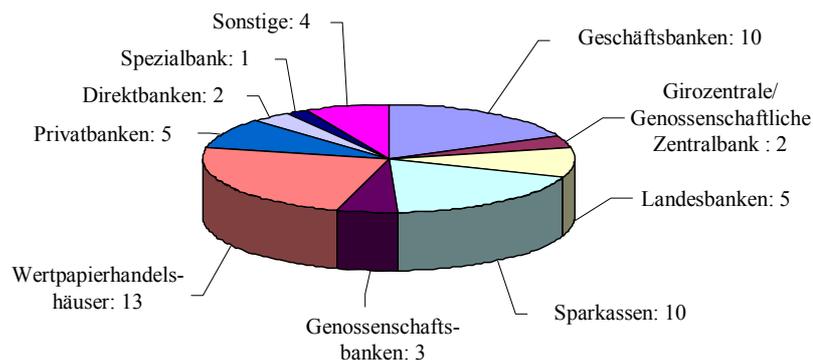


Abb. 1: Zusammensetzung der Wertpapierfirmen innerhalb des Rücklaufs

3 Zentrale Ergebnisse der Studie

Für die Auswertungen der Studie, wurden die teilnehmenden Wertpapierfirmen anhand zweier Dimensionen klassifiziert: i) die Größe anhand der Bilanzsumme der Unternehmen und ii) die

⁴ Vgl. [Kars05]; vgl. [DeBöoJ]; vgl. [BöMüoJ]; vgl. [BöStoJ]

⁵ Dadurch sollte erreicht werden, dass die Fragen für Wertpapierfirmen, die sich bereits mit der MiFID befasst haben, relevant sind und alle wichtigen Sachverhalte erfassen. Für Wertpapierfirmen, die sich noch nicht bzw. wenig mit der MiFID auseinandergesetzt haben, standen Allgemeinverständlichkeit und Klarheit der Fragestellung im Vordergrund.

⁶ In einer telefonischen Kontaktaufnahme wurde vorab für die Teilnahme an der MiFID-Studie geworben, was in 131 Zustimmungen resultierte, den Fragebogen zu versenden.

⁷ Der Wert der Irrtumswahrscheinlichkeit des Chi-Quadrat-Tests übersteigt mit 0,156 das üblicherweise geforderte Signifikanzniveau von 0,050, damit kann die Nullhypothese einer gleichen Verteilung in Stichprobe und Population nicht verworfen werden.

Selbsteinschätzung der Wertpapierfirmen bzgl. ihres Kenntnisstandes zur MiFID. In beiden Dimensionen wurden 3 Gruppen gebildet. Nach der Bilanzsumme lassen sich kleine (Gruppe K), mittlere (Gruppe M) und große Wertpapierfirmen (Gruppe G) unterscheiden, anhand des MiFID-Kenntnisstandes Wertpapierfirmen, die erst in der Informationssammlung sind (Gruppe A), Wertpapierfirmen, denen die Anforderungen der MiFID im Wesentlichen bekannt sind (Gruppe B), sowie Wertpapierfirmen, die mit der MiFID bereits sehr vertraut sind (Gruppe C). Tabelle 2 verdeutlicht, dass in allen Klassen von Unternehmensgrößen Häuser mit verschiedenen Informationsständen vorhanden sind. Statistisch konnte kein Zusammenhang zwischen den Dimensionen Unternehmensgröße und Informationsstand festgestellt werden⁸.

		Informationsstand			Summe
		A	B	C	
Unternehmensgröße nach Mrd. € Bilanzsumme	< 1 (Gruppe K)	6	7	2	15
	1 - 100 (Gruppe M)	15	10	2	27
	> 100 (Gruppe G)	2	7	4	13
Summe		23	24	8	

Tab. 2: Verteilung nach Informationsstand und Unternehmensgröße

Bei der weiteren Darstellung der Ergebnisse werden sowohl die Ergebnisse über alle antwortenden Häuser als auch relevante Abweichungen in den Ergebnissen bezüglich des MiFID-Kenntnisstandes (Gruppe A einerseits und Gruppen B&C der besser informierten Häuser andererseits) sowie bezüglich der Größenklassen K, M und G dargestellt. Auf Basis der Klassifizierung anhand der Dimensionen Unternehmensgröße und Informationsstand wurden die Antworten der Häuser auf Zusammenhänge mit dieser Klassifizierung hin untersucht. Hierzu wurde Goodman und Kruskals Gamma⁹ und dessen Signifikanz berechnet. Signifikante Ergebnisse werden bei den jeweiligen Antworten erläutert. Für die folgenden Ausführungen werden die Antworten der Häuser zu 19 aus den insgesamt 33 Fragen einbezogen und dabei in die Themen Projektrahmendaten und Kostenschätzungen einerseits und Einschätzungen bezüglich der Kernthemen Best Execution und Markttransparenz andererseits gegliedert.

3.1 Projektrahmendaten und Kostenschätzungen

Bezüglich des geforderten Starttermins am 01. November 2007 stellt die folgende Tabelle 3 dar, welche Vorlaufzeiten die Wertpapierfirmen – aufgliedert nach Unternehmensgröße – zur

⁸ Für die beiden Klassifizierungsdimensionen Unternehmensgröße und Informationsstand selbst konnte nur ein schwacher positiver, jedoch nicht signifikanter Zusammenhang gefunden werden.

⁹ Gamma ist ein Assoziationsmaß, das auf der Anzahl der Fehlorderungen einer Variablen basiert, die sich ergeben, wenn man nach einer zweiten Variable aufsteigend ordnet. Gamma kann Werte von -1 (totaler negativer Zusammenhang) bis +1 (totaler positiver Zusammenhang) annehmen. Für Gamma = 0 liegt keinerlei Zusammenhang vor. [BüZö02]

Umsetzung der MiFID insgesamt erwarten (Stand Februar 2006). Erwartungsgemäß steigt die notwendige Vorbereitungszeit mit der Unternehmensgröße an und beträgt für 8 Wertpapierfirmen über 18 Monate. 85,2% sehen eine Umsetzung innerhalb von 18 Monaten als realistisch an, d.h. die deutsche Finanzindustrie steht einer pünktlichen Implementierung der Anforderungen optimistisch gegenüber.

Frage: Wie viel Vorlaufzeit (in Monaten) halten Sie für erforderlich, um die Kern-Anforderungen der MiFID zu erfüllen? (n=54)

Bilanzsumme (in Mrd. €)	Vorlaufzeit in Monaten			
	1 – 6	6 – 12	12 – 18	> 18
<1 (Gruppe K)	3	7	5	0
1- 100 (Gruppe M)	3	11	9	3
> 100 (Gruppe G)	0	2	6	5
Randhäufigkeit	6	20	20	8

Tab. 3: Vorlaufzeit zur Umsetzung der MiFID insgesamt¹⁰

Die Dominanz von Softwareanbietern und Beratungsunternehmen als Dienstleister bei der Umsetzung des MiFID-Projekts (siehe Tabelle 4) kann durch die erforderlichen Änderungen in den Handelsprozessen und –systemen begründet werden. 46% der Wertpapierfirmen wollen keine Unterstützung durch externe Dienstleister in Anspruch nehmen.

Frage: Durch welche externen Dienstleister wird das Projekt unterstützt bzw. soll das Projekt unterstützt werden (mehrere Antworten möglich)? (n=50)

	Absolute Häufigkeit (Gesamt)	Relative Häufigkeit (Gesamt)	Absolute Häufigkeit (Gruppe A)	Relative Häufigkeit (Gruppe A)	Absolute Häufigkeit (Gruppe B&C)	Relative Häufigkeit (Gruppe B&C)
Beratungsunternehmen	11	22,0%	4	20,0%	7	23,3%
Anwaltskanzlei	10	20,0%	2	10,0%	8	26,7%
Softwareanbieter	12	24,0%	6	30,0%	6	20,0%
Informationsvendoren	2	4,0%	2	10,0%	0	0,0%
Makler/Broker	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Keine Unterstützung durch externe Dienstleister	23	46,0%	10	50,0%	13	43,3%
Sonstige	13	26,0%	3	15,0%	10	33,3%

Tab. 4: Externe Dienstleister

45 der befragten Wertpapierfirmen konnten bereits eine Schätzung der Gesamtkosten der Umsetzung der MiFID-Anforderungen in ihrem Unternehmen abgeben (siehe Tabelle 5). 57,8% aller Wertpapierfirmen (sogar 77,8% der Wertpapierfirmen aus der Gruppe A) schätzen ihre Umsetzungskosten kleiner als 0,5 Mio. €. Insgesamt 80% der Befragten schätzen ihre Umsetzungskosten auf unter 1 Mio. € (94,5% in der Gruppe A). Auch die besser informierten Wertpapierfirmen (Gruppen B und C) schätzen zu 70,3% ihre Umsetzungskosten auf diesem

¹⁰ Hier und im Weiteren wird bei den einzelnen Fragen auch die jeweilige Anzahl n der Wertpapierfirmen, die diese Frage beantwortet haben, angegeben.

niedrigen Niveau ein. Hier konnte ein positiver signifikanter Zusammenhang zwischen dem Informationsstand der antwortenden Unternehmen und den erwarteten einmaligen Umsetzungskosten gezeigt werden (Gamma = 0,616, Signifikanzniveau = 0,002). Lediglich 4,4% der insgesamt antwortenden Wertpapierfirmen schätzten ihre einmaligen Umsetzungskosten auf über 20 Mio. €. Die Klassen 5 bis 10 Mio. € und 10 bis 20 Mio. € sind nicht besetzt. Ein etwas anderes Bild ergibt sich, wenn man die Antworten der Wertpapierfirmen nach der Unternehmensgröße getrennt betrachtet. Hierbei schätzen zwar auch 94,3% der kleinen und mittleren Unternehmen ihre einmaligen Umsetzungskosten kleiner als 1 Mio. €, von den großen Unternehmen jedoch teilen nur 30% diese Einschätzung. Die Hälfte der großen Unternehmen schätzt die Kosten auf 1 bis 5 Mio. €. Lediglich 20% der großen Unternehmen schätzen ihre Umsetzungskosten auf über 20 Mio. €. Erwartungsgemäß konnte dabei ein signifikanter positiver Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der erwarteten einmaligen Umsetzungskosten (Gamma = 0,8, Signifikanzniveau = 0) festgestellt werden.

Frage: Wie hoch schätzen Sie die Gesamtkosten in EUR (einmalige Umsetzungskosten) inkl. internen und externen Personalkosten für die Umsetzung der MiFID in Ihrem Unternehmen? (n=45)

	Absolute Häufigkeit (Gesamt)	Relative Häufigkeit (Gesamt)	Absolute Häufigkeit (Gruppe A)	Relative Häufigkeit (Gruppe A)	Absolute Häufigkeit (Gruppe B&C)	Relative Häufigkeit (Gruppe B&C)
< 500.000	26	57,8%	14	77,8%	12	44,4%
500.000 - 1 Mio.	10	22,2%	3	16,7%	7	25,9%
1 - 5 Mio.	7	15,6%	1	5,6%	6	22,2%
5 - 10 Mio.	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
10 - 20 Mio.	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
> 20 Mio.	2	4,4%	0	0,0%	2	7,4%

Tab. 5: Einmalige Umsetzungskosten

Knapp 70% der Wertpapierfirmen haben noch keine Budget-Planung für ein MiFID-Projekt vorgenommen (siehe Tabelle 6). Hier ist eine deutliche Diskrepanz zwischen den Wertpapierfirmen der Gruppe A und den Wertpapierfirmen aus den Gruppen B und C festzustellen.

Frage: Für welche Jahre wurden / werden Budgets zur Umsetzung der MiFID bereitgestellt (mehrere Antworten möglich)? (n=53)

	Absolute Häufigkeit (Gesamt)	Relative Häufigkeit (Gesamt)	Absolute Häufigkeit (Gruppe A)	Relative Häufigkeit (Gruppe A)	Absolute Häufigkeit (Gruppe B&C)	Relative Häufigkeit (Gruppe B&C)
Budget für 2005	1	1,9%	0	0,0%	1	3,2%
Budget für 2006	8	15,1%	2	9,1%	6	19,4%
Budget für 2007	16	30,2%	3	13,6%	13	41,9%
Noch keine Planung vorhanden	37	69,8%	19	86,4%	17	54,8%

Tab. 6: Budgetplanung

Erwartungsgemäß dominiert bei der Frage nach den inhaltlichen Themen, die die Unternehmen mit ihrem MiFID Projekt aktuell adressieren (siehe Tabelle 7), die Informationssammlung zum

Thema MiFID – was insbesondere dadurch begründet ist, dass die Level 2 Finalisierung und der nationale Umsetzungsprozess aktuell noch ausstehen. Auffällig hingegen ist, dass die Analyse der Auswirkungen auf Prozesse und IT über alle Gruppen hinweg von einer größeren Anzahl von Wertpapierfirmen adressiert wurde als die Analyse der Auswirkungen auf die Strategie. Die Wertpapierfirmen sehen die Anforderungen der MiFID bisher eher als eine regulatorische Pflicht, als eine strategische Chance im Wettbewerb.

Frage: Welche inhaltlichen Themen hat Ihr Haus adressiert (mehrere Antworten möglich)? (n=54)

	Absolute Häufigkeit (Gesamt)	Relative Häufigkeit (Gesamt)	Absolute Häufigkeit (Gruppe A)	Relative Häufigkeit (Gruppe A)	Absolute Häufigkeit (Gruppe B&C)	Relative Häufigkeit (Gruppe B&C)
Informationssammlung zur MiFID	50	92,6%	20	90,9%	30	93,8%
Planungsstatus des Projekts	20	37,0%	4	18,2%	16	50,0%
Analyse der Kundeninformation und rechtlichen Vertragsdokumentation	12	22,2%	2	9,1%	10	31,3%
Analyse der Auswirkungen auf Prozesse und IT	27	50,0%	5	22,7%	22	68,8%
Analyse der Auswirkungen auf die Strategie	17	31,5%	4	18,2%	13	40,6%
Durchführungsstatus des Projekts	6	11,1%	2	9,1%	4	12,5%

Tab. 7: Inhaltliche Themen

3.2 Einschätzungen bezüglich der Kernthemen Best Execution und Markttransparenz

Neben den Einschätzungen der Häuser zu den Projektrahmendaten wurden die Themen im Kontext Wertpapierhandel adressiert und im Folgenden werden die Antworten bezüglich der Kernthemen Best Execution und Markttransparenz aufgezeigt. Wertpapierfirmen werden mit der MiFID zur „kundengünstigsten Ausführung“ von Aufträgen verpflichtet („Best Execution“ gemäß Art. 21 MiFID) [Euro04]. Best Execution bezieht sich dabei nicht nur auf den Preis bzw. Kurs des Wertpapiers, sondern Wertpapierfirmen haben unter Berücksichtigung einer Vielzahl von Parametern (u. a. Kurs, Kosten, Schnelligkeit, Umfang) alle angemessenen Maßnahmen zu ergreifen, um das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden zu erreichen. Dies ist in „Grundsätzen der Auftragsausführung (Best Execution Policy)“ einer Wertpapierfirma zu formulieren, die für jede Gattung von Finanzinstrumenten Angaben zu den Handelsplätzen, an denen die Wertpapierfirma Aufträge ihrer Kunden ausführt, und den Faktoren, die für die Wahl des Ausführungsplatzes ausschlaggebend sind, enthält. Für diese Best Execution Policy ist die vorherige Zustimmung der Kunden einzuholen (Art. 21(3) MiFID) und die Policy ist mindestens jährlich zu überprüfen. Insbesondere muss das Haus seinen Kunden ex post nachweisen können, dass es deren Aufträge im Einklang mit der Policy ausgeführt hat.

In diesem Kontext sehen 30,8% der Wertpapierfirmen in der Best Execution Policy selbst eine Differenzierungsmöglichkeit im Wettbewerb. Der Einsatz neuer Technologien und die Nutzung

neuer Geschäftsmodelle bei der Auftragsausführung werden mit jeweils 26,9% an zweiter Stelle genannt. 57,7% sehen diese Frage als für sie noch nicht relevant an (siehe Tabelle 8).

Frage: Wo sehen Sie Wettbewerbsmöglichkeiten, um sich mit Ihren Grundsätzen der Auftragsausführung gegenüber anderen Wertpapierfirmen differenziert zu positionieren (mehrere Antworten möglich)? (n=52)

	Absolute Häufigkeit (Gesamt)	Relative Häufigkeit (Gesamt)	Absolute Häufigkeit (Gruppe A)	Relative Häufigkeit (Gruppe A)	Absolute Häufigkeit (Gruppe B&C)	Relative Häufigkeit (Gruppe B&C)
In den Grundsätzen der Auftragsausführung selbst	16	30,8%	4	17,4%	12	41,4%
Anreize setzen, um Kundenweisungen abweichend von den Ausf.-Grundsätzen zu erhalten	6	11,5%	2	8,7%	4	13,8%
Neugestaltung von Preisen und Provisionssätzen	14	26,9%	4	17,4%	10	34,5%
Neue Geschäftsmodelle (z. B. Angebot neuer Wertpapierdienstleistungen)	10	19,2%	3	13,0%	7	24,1%
Einsatz neuer Technologien (z. B. für neue Order Routing Konzepte)	14	26,9%	4	17,4%	10	34,5%
Das ist für uns noch nicht relevant	30	57,7%	16	69,6%	14	48,3%
Eigene Ansätze	2	3,8%	0	0,0%	2	6,9%

Tab. 8: Wettbewerbsmöglichkeiten

Die Schätzungen für den Zusatzaufwand der Best Execution-Anforderungen verdeutlichen (siehe Abbildung 2), dass insbesondere die Umsetzung der Informationspflichten nach Art. 21(3) MiFID einen hohen Aufwand bedeuten - im Speziellen für große Unternehmen. Bezüglich des Aufwands für die Historisierung und Rekonstruktion der Daten zu Orderausführungen zum ex post-Nachweis der Ausführung gemäß Best Execution Policy kommt mehr als die Hälfte aller befragten Wertpapierfirmen zu eher niedrigen oder sehr niedrigen Aufwandsschätzungen.

Frage: Wie schätzen Sie den Zusatzaufwand für Ihr Unternehmen ein bezüglich der Anforderungen für die Grundsätze der Auftragsausführung?

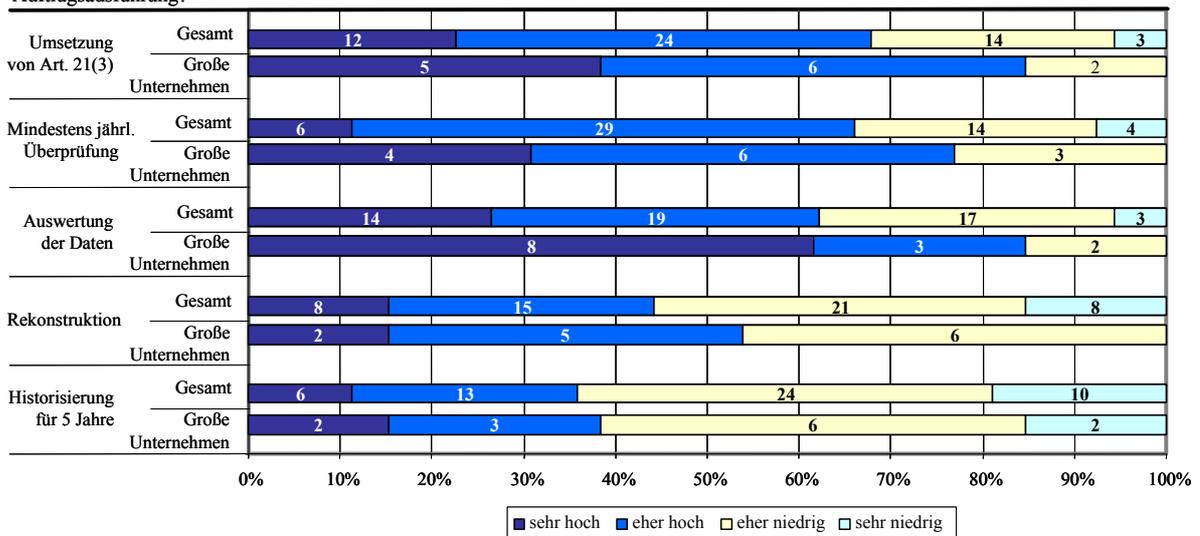


Abb. 2: Zusatzaufwand der Best Execution Anforderungen

Im Kontext des Themas Markttransparenz waren die Vorschriften des Art. 27 MiFID das zentrale Element der politischen Diskussion zur MiFID, da erstmals umfangreiche Transparenzanforderungen für systematische Internalisierer¹¹ vorgesehen werden, was für alle Finanzmärkte aller EU Mitgliedsstaaten eine grundlegende Neuerung darstellt. Gemäß Art. 27 sind systematische Internalisierer verpflichtet, verbindliche und zugängliche Kursofferten (sog. „Quotes“) für Transaktionen in liquiden Aktien zu veröffentlichen.

Die Einschätzungen zur Relevanz/Nützlichkeit der Vorschriften des Art. 27 weisen deutliche Unterschiede auf (siehe Abbildung 3). So stimmen 71,4% der Aussage voll bzw. eher zu, dass die Nützlichkeit von Quote-Daten für den Eigenhandel hoch ist. Die Nutzbarkeit für Privatkunden wird deutlich geringer eingeschätzt. Des Weiteren sehen 76,1% der Wertpapierfirmen die Unterteilung in liquide und weniger liquide Aktien als sinnvoll an.

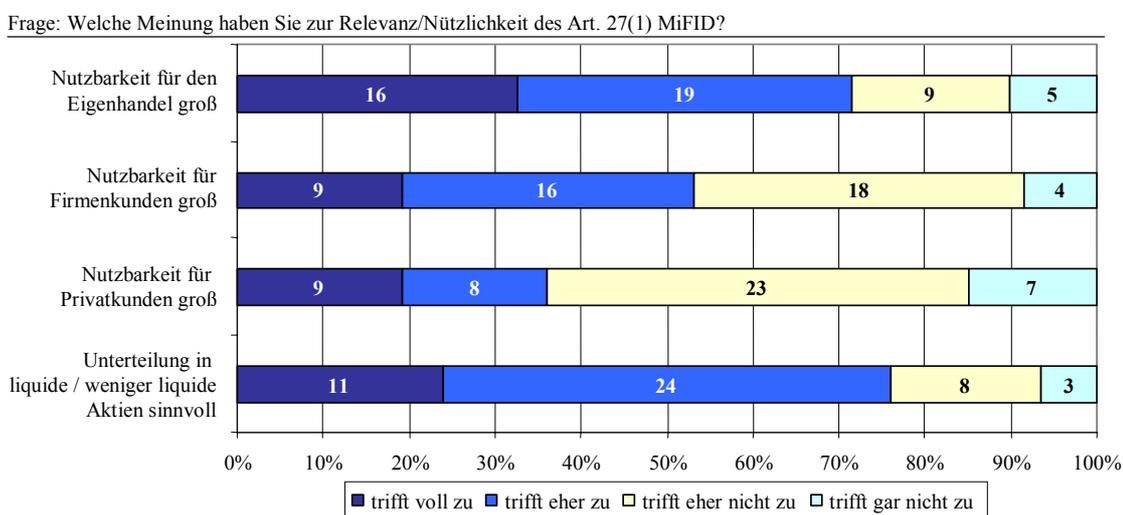


Abb. 3: Relevanz/Nützlichkeit des Art. 27(1) MiFID

Die Erfüllung von vier kumulativ vorliegenden Kriterien¹² ist Basis für die Einstufung einer Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer. Aufgrund der regulatorischen Verpflichtungen zur Pre-Trade Transparenz, die mit der Einstufung als systematischer Internalisierer einhergehen, wurde die Selbsteinschätzung der Wertpapierfirmen bezüglich der Erfüllung dieser vier Kriterien erhoben (siehe Abbildung 4): Mehr als die Hälfte (55,1%) gibt an, dass sie über (i) Regeln und Prozesse zur Ausführung von Kundenaufträgen gegen den eigenen Handelsbestand verfügen. Bei 40,8% existiert (ii) Personal oder ein automatisches technisches System zur Ausführung von Kundenorders gegen den eigenen Handelsbestand.

¹¹ Nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 MiFID ist ein „systematischer Internalisierer“ eine Wertpapierfirma, „die in organisierter und systematischer Weise häufig regelmäßig Handel für eigene Rechnung durch Ausführung von Kundenaufträgen außerhalb eines geregelten Marktes oder MTFs treibt“.

¹² Vgl. [Euro06a], Art. 21(1)

Über ein Viertel der Befragten (26,5%) bestätigte, dass die (iii) Bereitstellung für Kunden auf regelmäßiger und kontinuierlicher Basis stattfindet und 14,3% gaben an, dass die (iv) Internalisierung in ihrem Geschäftsmodell eine materielle kommerzielle Rolle spielt. Aus den Antworten lassen sich Hinweise auf die Zahl der zukünftig in Deutschland agierenden systematischen Internalisierer ableiten.

Frage: In wie weit könnten die folgenden Kriterien auf Ihr Unternehmen zutreffen?

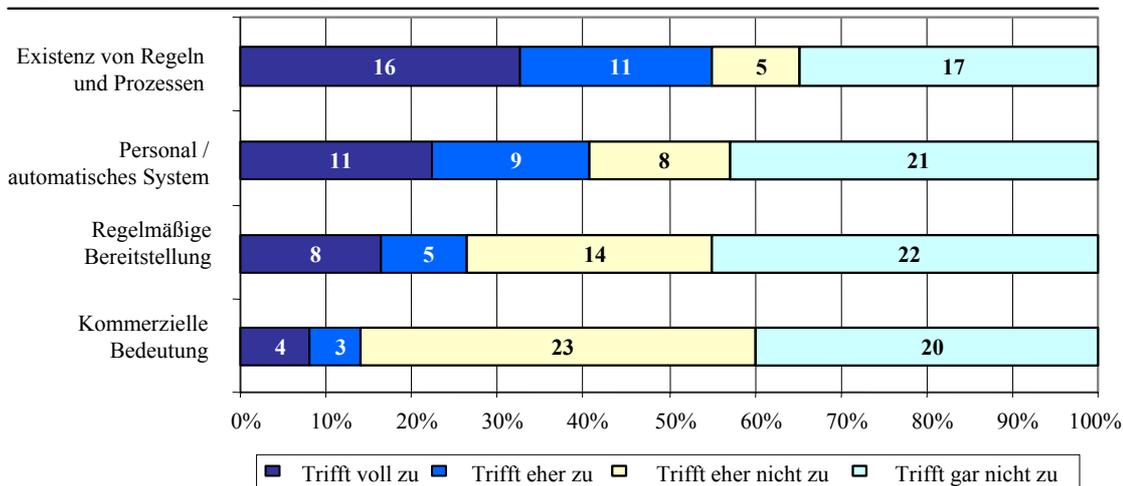


Abb. 4: Kriterien für systematische Internalisierung

Mit der MiFID werden umfassende Post-Trade Transparenz Anforderungen für den außerbörslichen Handel aufgestellt, die für den deutschen Markt neu, in anderen europäischen Märkten aber bereits etablierte Marktpraxis sind (z. B. UK). Für die außerbörsliche Orderausführung sieht Art. 28 MiFID vor, dass alle Geschäfte in Aktien auf Echtzeitbasis mit Umfang, Kurs und Zeitpunkt veröffentlicht werden müssen. Es ist den Wertpapierfirmen überlassen, auf welche Weise sie die Transaktionsdaten verbreiten; laut MiFID können auf der Basis „angemessener kaufmännischer Bedingungen“ hierfür auch Erlöse erzielt werden.

Post-Trade Daten sollen soweit möglich in Echtzeit veröffentlicht werden, in jedem Fall jedoch innerhalb von drei Minuten nach der Transaktion. Für Blocktrades ermöglicht die MiFID eine verzögerte Veröffentlichung. Die folgende Tabelle 9 zeigt die Einschätzungen der Wertpapierfirmen bzgl. der zusätzlichen Kosten, um eine Zeitvorgabe von 3 Minuten für die Veröffentlichung von Post-Trade Daten einzuhalten. Die Ergebnisse werden unterteilt nach der Unternehmensgröße dargestellt. Wie man sieht, schätzen auch 8 von 10 großen Unternehmen diese Kosten auf unter 1 Mio. €. Auch hier konnte ein signifikanter positiver Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und den erwarteten Umsetzungskosten ($\text{Gamma} = 0,767$, $\text{Signifikanzniveau} = 0$) festgestellt werden. Ebenso konnte auch hier ein positiver signifikanter

Zusammenhang mit dem Informationsstand der antwortenden Unternehmen aufgezeigt werden (Gamma = 0,704, Signifikanzniveau = 0,003).

Frage: Wie hoch schätzen Sie die zusätzlichen Kosten (einmalige Umsetzungskosten) in EUR für die Anpassung der Interaktion von Handel, Middle Office und Back Office ein, um z.B. eine Zeitvorgabe von 3 Minuten für die Veröffentlichung von Post-Trade Daten einzuhalten?

Bilanzsumme (in Mrd. €)	Einmalige Umsetzungskosten (in €)					
	< 500.000	500.000 – 1 Mio.	1 – 5 Mio.	5 – 10 Mio.	10 – 20 Mio.	> 20 Mio.
<1 (Gruppe K)	9	1	0	0	0	0
1- 100 (Gruppe M)	16	4	1	0	0	0
> 100 (Gruppe G)	2	6	0	1	1	0
Randhäufigkeit	27	11	1	1	1	0

Tab. 9: Einmalige Umsetzungskosten für Post-Trade Anforderungen

Als Veröffentlichungskanäle für die Post-Trade Daten kommen gemäß Art. 28(3) MiFID das System eines Regulierten Marktes/Börse oder MTFs¹³, die zuständigen Stellen eines Dritten oder eigene Vorkehrungen in Frage. Zwei Drittel der Befragten Wertpapierfirmen haben sich noch für keinen Kommunikationskanal entschieden (siehe Tabelle 10). Aus der Gruppe der besser informierten Wertpapierfirmen haben sich 56,3% noch nicht entschieden. Von den Wertpapierfirmen, die bereits eine Entscheidung getroffen haben, werden am häufigsten die Systeme von Börsen oder Informationsvondoren (z.B. Reuters oder Bloomberg) als mögliche Kommunikationskanäle benannt. Nur sehr wenige Wertpapierfirmen planen bisher die Systeme eines MTFs zur Veröffentlichung zu verwenden oder eigene Systeme zu nutzen.

Frage: Welche Reporting-Kanäle planen Sie in Ihrem Unternehmen für die Bekanntmachung abgeschlossener Transaktionen einzurichten (mehrere Antworten möglich)? (n=54)

	Absolute Häufigkeit (Gesamt)	Relative Häufigkeit (Gesamt)	Absolute Häufigkeit (Gruppe A)	Relative Häufigkeit (Gruppe A)	Absolute Häufigkeit (Gruppe B&C)	Relative Häufigkeit (Gruppe B&C)
Systeme von Börsen	17	31,5%	4	18,2%	13	40,6%
Systeme von MTFs	1	1,9%	0	0,0%	1	3,1%
Systeme von Informationsvondoren	8	14,8%	2	9,1%	6	18,8%
Eigene Web-Anwendungen	2	3,7%	0	0,0%	2	6,3%
Eigene Marktdatensysteme	3	5,6%	1	4,5%	2	6,3%
Anderes System	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Das ist noch offen	36	66,7%	18	81,8%	18	56,3%

Tab. 10: Post-Trade Reporting Kanäle

Bei der Gestaltung des Geschäftsprozesses zur Veröffentlichung von Post-Trade Daten spielt das Kriterium der Anonymität für 57,9% der antwortenden Wertpapierfirmen eine wichtige Rolle, weshalb sie planen, keine eigenen Systeme zur Publikation zu verwenden (siehe Tabelle 11). 39,5% der Wertpapierfirmen möchten von der Möglichkeit zur verzögerten

¹³ „Multilateral Trading Facility (MTF)“ ist ein börsenähnliches, von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes, multilaterales System, das bezüglich der regulatorischen Anforderungen weitgehend mit Regulierten Märkten gleichgestellt ist.

Veröffentlichung von Blocktrade-Daten Gebrauch machen. Insbesondere in der Gruppe der besser informierten Wertpapierfirmen (Gruppen B&C) will die Hälfte davon Gebrauch machen.

Frage: Wie planen Sie den Prozess zur Veröffentlichung von Post-Trade Daten zu gestalten (mehrere Antworten möglich)? (n=38)

	Absolute Häufigkeit (Gesamt)	Relative Häufigkeit (Gesamt)	Absolute Häufigkeit (Gruppe A)	Relative Häufigkeit (Gruppe A)	Absolute Häufigkeit (Gruppe B&C)	Relative Häufigkeit (Gruppe B&C)
Nutzung der Möglichkeit zur verzögerten Veröffentlichung bei großen Transaktionen	15	39,5%	3	21,4%	12	50,0%
Wegen des Aufwandes keine Separierung nach Transaktionsgrößen	12	31,6%	5	35,7%	7	29,2%
Wegen fehlender Anonymität keine eigenen Systeme zur Publikation	22	57,9%	10	71,4%	12	50,0%

Tab. 11: Prozess zur Veröffentlichung von Post-Trade Daten

18,6% der Befragten untersuchen, ob sich aus der Veröffentlichung von Post-Trade Daten eine neue Ertragsquelle für Wertpapierfirmen erschließen lässt und arbeiten an einer wirtschaftlichen Bewertung ihrer Transaktionsdaten. Allerdings hat kein befragtes Haus bisher eine Vorstellung bzgl. des Wertes der eigenen Transaktionsdaten. Unabhängig vom Informationsstand und Unternehmensgröße glaubt der überwiegende Teil der Wertpapierfirmen, dass mit den eigenen Transaktionsdaten keine Erlöse zu erzielen sind.

Die Transparenzvorschriften der MiFID in ihrer jetzigen Form gelten nur für Aktien. Die MiFID eröffnet jedoch den EU Mitgliedsstaaten die Möglichkeit, diese Vorschriften auf andere Finanzinstrumente auszudehnen. 51,1% der befragten Wertpapierfirmen gaben an, dass sie solch eine Ausweitung des Anwendungsbereiches als nicht sinnvoll erachten.

Tabelle 12 gliedert die geschätzten Vorlaufzeiten für die Umsetzung der Kernanforderungen der MiFID auf¹⁴:

Frage: Wie viel Vorlaufzeit (in Monaten) halten Sie für erforderlich, um die Kern-Anforderungen der MiFID zu erfüllen?

Anforderung	Vorlaufzeit in Monaten			
	1 – 6	6 – 12	12 – 18	> 18
Entwicklung der Grundsätze der Auftragsausführung	26	22	4	1
Umsetzung der Grundsätze der Auftragsausführung	19	26	7	1
Anforderungen zur Pre-Trade Transparenz	18	16	7	4
Anforderungen zur Post-Trade Transparenz	16	23	9	2

Tab. 12: Vorlaufzeit zur Umsetzung der Kernanforderungen

¹⁴ Bezüglich dieser Frage liegt ein signifikanter positiver Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und erwarteten Vorlaufzeiten (Gamma > 0,55, Signifikanzniveau ≤ 0,01) vor.

Dabei wird deutlich, dass die Anforderungen zur Pre- und Post-Trade Transparenz zeitlich aufwendiger eingeschätzt werden als die Anforderungen zur Entwicklung und Umsetzung der Grundsätze der Auftragsausführung. Dies lässt sich dadurch begründen, dass diese neuen Transparenzanforderungen für deutsche Wertpapierfirmen auch neue Prozesse implizieren: Die Einhaltung der Erfordernisse, Pre-Trade Daten kontinuierlich und Post-Trade Daten „soweit wie möglich in Echtzeit“ (Art.29 [Euro06a]) zu publizieren, erfordern grundlegende Änderungen in der Interaktion zwischen Handel und Back-Office bei außerbörslichen Transaktionen.

Eine zentrale Frage ist die nach möglichen neuen Wettbewerbspotenzialen, die sich mit der MiFID für Wertpapierfirmen ergeben können (siehe Abbildung 5). In der Gesamtbetrachtung fällt auf, dass die Wertpapierfirmen für alle Dienstleistungen ein eher niedriges bzw. sehr niedriges Wettbewerbspotential sehen, wobei in der Bereitstellung von Services für Firmenkunden und in den Grundsätzen der Auftragsausführung die höchsten Wettbewerbspotentiale gesehen werden.

Frage: Wo sehen Sie Wettbewerbspotenzial für Ihre Firma, das sich mit der Umsetzung der MiFID bieten könnte?

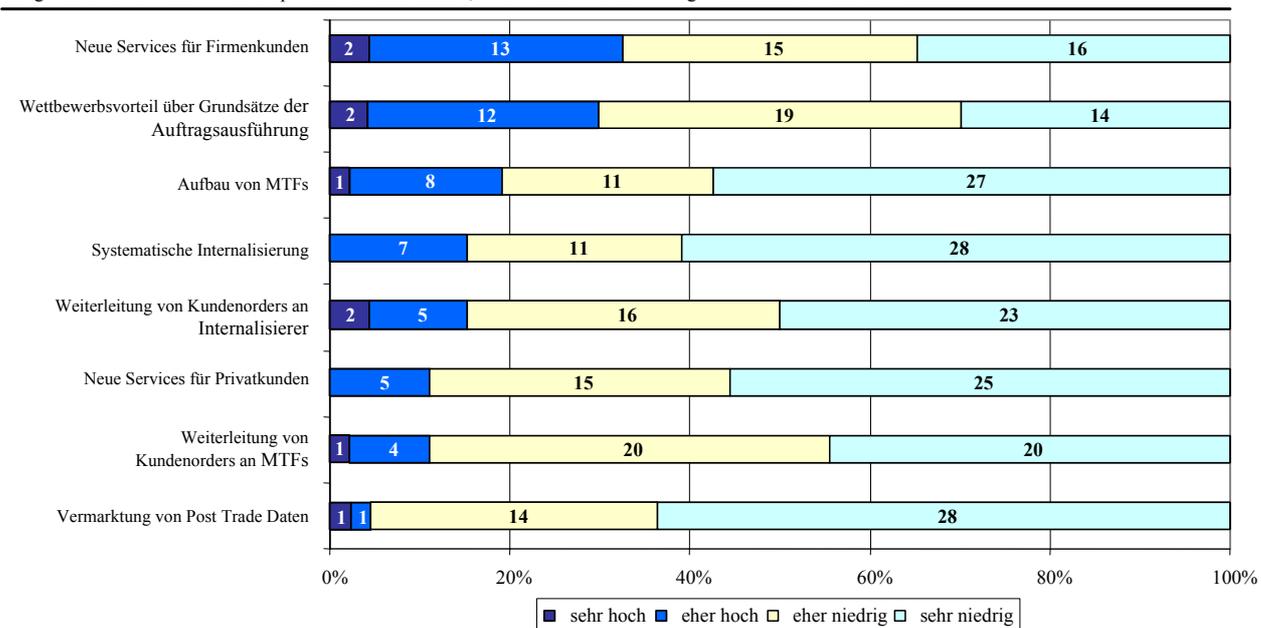


Abb. 5: Wettbewerbspotenzial der MiFID-Umsetzung

4 Zusammenfassung und Ausblick

Für die Umsetzung der Anforderungen der MiFID zum 01. November 2007 werden Wertpapierfirmen weit reichende Änderungen in ihren Prozessen und Systemen vorzunehmen

haben. Dies bezieht sich insbesondere auf die Themen Best Execution und Markttransparenz. Das Thema Best Execution wird dabei sowohl als Herausforderung als auch als Chance im Wettbewerb gesehen. Im Kontext der Best Execution stellt insbesondere die durch die MiFID geforderte Best Execution Policy einen möglichen Wettbewerbs- oder Differenzierungsfaktor dar. Im Kontext der Post-Trade Transparenz ist insbesondere die Umsetzung der Pre- und Post-Trade Publikationsverpflichtungen als neue Herausforderung zu nennen, die relevante Umsetzungserfordernisse in Prozessen und Systemen mit sich bringen werden, da diese Anforderungen für Deutschland, im Gegensatz zu anderen europäischen Staaten, völlig neu sind. Die Tatsache, dass 68,8% der besser informierten Unternehmen antworteten, sie hätten in ihren MiFID-Projekten bereits die Auswirkungen der neuen Anforderungen auf Prozesse und IT adressiert, verdeutlicht, dass die Unternehmen diese Herausforderung ernst nehmen. Deutlich wird das Ausmaß der zur bewältigenden Veränderungen auch durch die Tatsache, dass die Umsetzung der Transparenzanforderungen als zeitlich aufwendiger betrachtet werden, als die Anforderungen zur Entwicklung und Umsetzung der Grundsätze der Auftragsausführung. 42% der befragten Wertpapierfirmen sind noch nicht mit der MiFID vertraut und befinden sich erst in der Informationssammlung und scheinen viele Herausforderungen, die die MiFID mit sich bringen wird, noch zu unterschätzen. Die dargestellten Ergebnisse der Studie machen deutlich, dass die deutsche Finanzindustrie die MiFID bisher eher als regulatorische Pflicht begreift und weniger als strategische Chance im Wettbewerb. 80% der Häuser schätzen die Umsetzungskosten mit unter 1 Mio. € als recht moderat ein. Ebenso ist man optimistisch, die Anforderungen rechtzeitig zum 01. November 2007 umsetzen zu können. Um die Entwicklungen der deutschen Finanzindustrie im Thema MiFID in einer Längsschnittanalyse verfolgen zu können, ist für Anfang 2007, also ein Jahr nach Durchführung der ersten Studie und unmittelbar nach der Umsetzung der Level 2 Richtlinie in nationales Recht, geplant, die Studie zu wiederholen und auch europäische Marktplatzbetreiber/Börsen einzubeziehen.

Literaturverzeichnis

- [AyDe05] Avgouleas, E; Degiannakis, S: The Impact of the EC Financial Instruments Markets Directive on the Trading Volume of EU Equity Markets. Athens University of Economics and Business, Statistics Technical Report No. 219.

- [BöMüoJ] Börse München: Marktteilnehmer. <http://www.boerse-muenchen.de/ueberuns/organisation/marktteilnehmer.html>, Abruf am 2005-11-07.
- [BöStoJ] Börse Stuttgart: Börsenmitglieder Inland. http://www.boerse-stuttgart.de/gruppe_bs/bww/handelsteilnehmer/sub_index.php?headparam=bww, Abruf am 2005-11-07.
- [BöZö02] Bühl, Achim; Zöfel, Peter: SPSS11 – Ein Einführung in die moderne Datenanalyse unter Windows. Addison-Wesley. 2002.
- [BuMF06] Bundesministerium der Finanzen: Referentenentwurf Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, 27.September 2006, http://www.bundesfinanzministerium.de/lang_de/DE/Geld_und_Kredit/Aktuelle_Gesetze/005__a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf, Abruf am 2006-11-08.
- [CaLa06] Casey, Jean-Pierre; Lannoo, Karel: The MiFID Implementing Measures - Excessive detail or level playing field?; ECMI, Policy Brief, No. 1, Mai 2006, http://shop.ceps.be/BookDetail.php?item_id=1333, Abruf am 2006-07-03.
- [DeBöoJ] Deutsche Börse: Xetra Marktteilnehmer. http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/trading_members/12_Xetra/80_Xetra_Participants/INTEGRATE/infoxetra?doc=xetra_teilnehmer_l&land=DE&seite=1, Abruf am 2005-11-07.
- [Euro93] Europäische Union: Richtlinie 93/22/EWG des Rates der Europäischen Gemeinschaft vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. Nr. L 141 v. 11.6.1993.
- [Euro04] Europäische Union: Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates. http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2004/l_145/l_14520040430de00010044.pdf, Abruf am 2005-10-07.
- [Euro06a] Europäische Kommission: Verordnung 1287/2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG. http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/oj/2006/l_241/l_24120060902de00010025.pdf, Abruf am 2006-11-07.

- [Euro06b] Europäische Kommission: Richtlinie 2006/73/EG zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG. http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/oj/2006/l_241/l_24120060902de00260058.pdf, Abruf: am 2006-11-07.
- [Exch06] Ohne Verfasser: Markets In Financial Instruments Directive ("MiFID"): Implementing Measures Close To Adoption. http://www.exchange-handbook.co.uk/news_story.cfm?id=60129, Abruf am 2006-06-27.
- [Full05] Fuller, Robert: MiFID Readiness Survey. http://www.radianz.com/images/PDF/MiFID_Readiness_Survey.pdf, Abruf am 2006-05-23.
- [GoSe05] Gomber, Peter; Seitz, Jochen: How Europe's trading reform is taking shape. In: IFLR, June 2005; pp.28-30.
- [Kars05] Karsch, Wolfgang: Bewegte Bankenwelt – Top 100 der deutschen Kreditwirtschaft 2004. In: Die Bank. Nr. 10/2005. <http://www.die-bank.de/index.asp?issue=102005&art=411>, Abruf am 2005-11-07
- [KPMG06] KPMG, Capturing value from MiFID, http://www.kpmg.at/media/Capturing_value_from_MiFID.pdf, Abruf am 2006-05-23
- [Liqu05] Liquidnet: Liquidnet Europe Survey Gathers Buy-Side Opinion on MiFID and PS 05/9. <http://www.prnewswire.co.uk/cgi/news/release?id=158117>, Abruf am 2006-01-03.
- [McCr05] McCreevy, Charlie: Stock market consolidation and security markets regulation in Europe. Annual Lecture at SUERF, Brussels, 30 November 2005. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/05/746&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>, Abruf am 2006-06-25.