

ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E.V. BERLIN • BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E. V. BERLIN • BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E. V. BERLIN • DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBANDE E. V. BERLIN-BONN • VERBAND DEUTSCHER HYPOTHEKENBANKEN E. V. BERLIN

**Stellungnahme des
Zentralen Kreditausschusses
zum Arbeitsdokument ESC/20/2005-rev1
zur Durchführung der Artikel 22 (2), 27 bis 30, 40 und 44 bis 45
der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates**

16. August 2005

I. Vorbemerkung

Wir bedanken uns für die Gelegenheit zur Stellungnahme zu dem von der Europäischen Kommission vorgelegten Arbeitsdokument zur Durchführung der Artikel betreffend die Markttransparenz und die Zulassung zum Handel der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID). Unsere Anmerkungen richten sich auf die am 29. Juli 2005 veröffentlichte Version des Arbeitsdokuments ESC/20/2005-rev1.

II. Executive Summary

1. Kriterien für einen „Systematischen Internalisierer“

Die in Artikel 6 Abs. 1 enthaltenen Kriterien, anhand derer festgestellt werden soll, wann eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer einzustufen ist, sind erheblich zu weit gefasst. Die unter den Buchstaben a bis c vorgesehenen Abgrenzungskriterien dürften auf nahezu alle Kreditinstitute zutreffen, die Wertpapierdienstleistungen anbieten. Der Differenzierungsansatz läuft damit ins Leere und muss enger gewählt werden

Insbesondere wird es auch darum gehen, den in der MiFID enthaltenen Erwägungsgrund 53 in angemessener Weise auf Stufe 2 widerzuspiegeln. Erwägungsgrund 53 legt fest, dass die Vorhandelstransparenzpflichten für systematische Internalisierer gerade nicht für Geschäfte zwischen Wertpapierfirmen und geeigneten Gegenparteien gelten sollen, die üblicherweise hohe Volumina aufweisen. Auf Grund der Art dieser Geschäfte und des Prinzips der Angemessenheit wäre es eine überbordende Anforderung, wenn Wertpapierfirmen für den seltenen Fall, dass Geschäfte unterhalb der Standardmarktgröße abgeschlossen werden, Meldesysteme vorzuhalten hätten.

2. Erfasste Transaktionen/Wertpapierleihe

Die in Artikel 12 Abs. 1 vorgesehene Anforderung, auch Leihegeschäfte im Wege der Nachhandelstransparenz dem Markt bekannt zu geben, weisen wir nachdrücklich zurück. Insbesondere ist festzustellen, dass das angestrebte Ziel, letztendlich Informationen über Leerverkäufe zu erhalten, auf diese Weise nicht erreicht werden kann.

3. Verzögerte Nachhandelstransparenz/Schwellenwerte

Die Vorgaben, wann die Nachhandelstransparenz verzögert hergestellt werden kann, sind nicht marktgerecht. Die Kombination sehr hoher Schwellenwerte mit kurzen Zeiträumen ohne eine Verknüpfung zum Unwinding einer Position wird die Preisbildung beeinträchtigen. Der Ansatz lässt zudem außer Acht, dass die Liquidität im Laufe des Tages sehr unterschiedlich ausfällt. Eine

Orientierung des Transparenzerfordernisses allein am Überschreiten bestimmter Schwellenwerte ist daher nicht sachgerecht.

Zweckmäßig wäre es stattdessen, eine Verknüpfung zur Glatstellung einer Position herzustellen. Die Veröffentlichungspflicht sollte grundsätzlich erst dann eintreten, wenn die Wertpapierfirma mindestens 80 % des Gesamtvolumens glattgestellt hat. Diese Schwelle ermöglicht eine markt-schonende Ausführung von Geschäften, die nicht zu Verwerfungen in der Preisbildung führt und gleichzeitig das Risiko des Marktteilnehmers angemessen berücksichtigt.

Zudem sollten die Schwellenwerte in jedem Fall nicht an Volumina, sondern an Stückzahlen anknüpfen. Solche Schwellenwerte ließen sich wesentlich leichter in die Praxis umsetzen. Denn der Aktienhandel bezieht sich auf Stücke, nicht auf Volumina. Stückzahlen hätten zudem dem Vorteil, dass aus der Kursvolatilität einer Aktiegattung entstehende Verzerrungen vermieden werden könnten.

III. Anmerkungen im Einzelnen

1. Artikel 6 Abs. 1 (Kriterien für einen systematischen Internalisierer)

Die in Artikel 6 Abs. 1 enthaltenen Kriterien, anhand derer festgestellt werden soll, wann eine Wertpapierfirma als systematischer Internalisierer einzustufen ist, sind erheblich zu weit gefasst. Die unter den Buchstaben a bis c vorgesehenen Abgrenzungskriterien dürften auf nahezu alle Kreditinstitute zutreffen, die Wertpapierdienstleistungen anbieten. Der Differenzierungsansatz läuft damit ins Leere und muss enger gewählt werden. So ist es beispielsweise eine Selbstverständlichkeit, dass der Aktivität einer Wertpapierfirma eine „commercial role“ in ihrem Geschäftsmodell zuzuweisen ist. Eine Einschränkung auf „material“, gerade auch in Verbindung mit dem vorgeschlagenen Erwägungsgrund (Fußnote 12) bringt insofern keine Verbesserung: mit wenigen Ausnahmen wird den von Wertpapierfirmen angebotenen Dienstleistungen eine „material commercial role“ zukommen. Ebenfalls abzulehnen sind die Kriterien unter dem Buchstaben b, wonach die Aktivität entweder den Einsatz von Personal oder eines spezifischen technischen Systems verlangt. Diese globalen Kriterien schaffen nicht die erforderliche Abgrenzung.

Insbesondere wird es auch darum gehen, den in der MiFID enthaltenen Erwägungsgrund 53 in angemessener Weise auf Stufe 2 widerzuspiegeln. Erwägungsgrund 53 legt fest, dass die Vorhandelstransparenzpflichten für systematische Internalisierer gerade nicht für Geschäfte zwischen Wertpapierfirmen und geeigneten Gegenparteien gelten sollen, die üblicherweise hohe Volumina aufweisen. Auf Grund der Art dieser Geschäfte und des Prinzips der Angemessenheit wäre es eine überbordende Anforderung, wenn Wertpapierfirmen für den seltenen Fall, dass Geschäfte unterhalb der Standardmarktgröße abgeschlossen werden, Meldesysteme vorzuhalten

hätten. Wir schlagen daher entsprechend dem CESR-Konsultationspapier 05/164 vor, die folgende Änderung in Artikel 6 Abs. 1 vorzunehmen:

„(c) The activity is marketed and is available to clients on a regular and continuous basis.”

Ergänzend sollte ein zusätzlicher dritter Absatz mit folgendem Wortlaut aufgenommen werden:

„3. Article 27 will not apply to transactions carried out on an OTC basis, the characteristics of which include that they are ad-hoc and irregular and are carried out with wholesale counterparties and are part of a business relationship which is itself characterised by dealings above standard market size, and where the deals are carried out outside the systems usually used by the firm concerned for its business as a systematic internaliser.”

Positiv werten wir, dass die Kommission das von CESR vorgeschlagene quantitative zweite Kriterium (Buchstabe b der CESR-Empfehlung in Kasten 20 (S. 59 des Technical Advice, CESR 05/290b)) nicht übernommen hat. Grundsätzlich wären alle quantitativen Kriterien in der Praxis nur sehr schwer zu implementieren. Dies gilt vor allem für Buchstabe b, da hier ein Bezug zu externen Werten hergestellt wird. Es wird den Wertpapierfirmen aber nicht möglich sein, ihre Geschäftsmodelle zuverlässig so auszugestalten, dass sämtliche zu berücksichtigenden externen Werte integriert werden könnten.

2. Artikel 12 Abs. 1 (Erfasste Transaktionen/Wertpapierleihe)

Die in Artikel 12 Abs. 1 vorgesehene Anforderung, auch Leihegeschäfte im Wege der Nachhandelstransparenz dem Markt bekannt zu geben, weisen wir nachdrücklich zurück. Insbesondere ist festzustellen, dass das angestrebte Ziel, letztendlich Informationen über Leerverkäufe zu erhalten, auf diese Weise nicht erreicht werden kann. Stattdessen werden irreführende Signale in den Markt gegeben, denn Leihegeschäfte werden zu Preisen abgeschlossen, die vom Marktpreis abweichen. Diese Geschäfte spiegeln also gerade nicht die aktuellen Marktverhältnisse wider. Wir sprechen uns daher dafür aus, Wertpapierleihegeschäfte aus dem Anwendungsbereich herauszunehmen.

3. Artikel 12 Abs. 2 a (Transparenzangaben)

Unseres Erachtens müsste gemäß Buchstabe a im Falle der Nachhandelstransparenz in jedem Fall eine „execution venue identification“ erfolgen. Die Kommission ginge damit über die Empfehlungen von CESR hinaus, das mit Blick auf Wertpapierfirmen eine Einschränkung auf systematische Internalisierer vorgenommen hatte.

Entspräche unser Verständnis der Intention der Kommission, so könnten Wertpapierfirmen in keinem Fall anonyme Transparenzmeldungen abgeben. Damit würde aber eine Schlechterstellung der Wertpapierfirmen im Vergleich zu regulierten Märkten erfolgen. Während Wertpapierfirmen Risikopositionen eingehen, stellen Börsen ihre Handelsplattform für dritte Parteien zur Verfügung; die Nennung des regulierten Marktes stellt daher für keinen der Beteiligten ein Risiko dar. Hingegen birgt die zwangsweise Nennung der Wertpapierfirma die Gefahr, dass sich der Markt gegen die Wertpapierfirma stellt, wenn sie eine erworbene Position nicht unmittelbar wieder glattstellen kann.

Es sollte daher klargestellt werden, dass Buchstabe a auf Wertpapierfirmen, die keine systematischen Internalisierer sind, nicht anzuwenden ist. Wir schlagen daher folgende Formulierung für Artikel 12 Abs. 2 Buchstabe a vor:

„a) execution venue identification/OTC;“.

4. Artikel 13 Abs. 1 (Verzögerte Nachhandelstransparenz)

Gemäß Artikel 13 Abs. 1 können regulierte Märkte sowie Betreiber von MTFs die Nachhandelstransparenz in bestimmten Fällen verzögert herstellen. Diese Formulierung lässt – vermutlich auf Grund eines redaktionellen Versehens – die nachhandelstransparenzpflichtigen Wertpapierfirmen außer Acht. Artikel 28 Abs. 2 MiFID sieht aber ausdrücklich den Gleichlauf zu Artikel 45 MiFID vor. Der Wortlaut ist daher entsprechend anzupassen.

5. Artikel 13 i.V.m. Tabelle 4 des Anhangs (Verzögerte Nachhandelstransparenz)

Der Kommissionsvorschlag sieht eine sehr schematische Einteilung von Aktiegattungen in drei Liquiditätsklassen vor und enthält sodann in Abhängigkeit von bestimmten Transaktionsvolumina Zeiträume für erlaubte Verzögerungen bei der Herstellung der Nachhandelstransparenz (Tabelle 4 im Anhang).

Die gemachten Vorschläge sind nicht marktgerecht. Die Kombination sehr hoher Schwellenwerte mit kurzen Zeiträumen ohne eine Verknüpfung zur Glattstellung einer Position wird die Preisbildung am Markt beeinträchtigen. Die Glattstellung einer Position von beispielsweise 10 Millionen Euro binnen einer Stunde wird in den allermeisten Fällen zu schlechteren Preisen führen, zudem wird durch den Druck im Markt die Volatilität steigen¹. Der Ansatz lässt auch außer Acht, dass die Liquidität im Laufe des Tages sehr unterschiedlich ausfällt. So ist festzustellen, dass mit der Öffnung der NYSE am Nachmittag auch an den europäischen Märkten eine spürbare

¹ Als Anlage 1 sind zwei Screenshots aus dem Xetra-Orderbuch für die Aktie der Münchner Rückversicherung beigefügt, aus denen ersichtlich wird, dass eine preisschonende Glattstellung längere Zeit benötigt.

Belegung des Handels stattfindet. Am Vormittag ist dagegen ein unterhalb des Durchschnitts liegendes Handelsvolumen festzustellen. Eine Orientierung des Transparenzerfordernisses allein am ADT ist daher nicht sachgerecht. Um eine Glattstellung zu ermöglichen, ist eine Berücksichtigung des von der Wertpapierfirma eingegangenen Risikos unerlässlich.

Es entsteht jedoch der Eindruck, dass die Kommission fälschlicherweise von einem „Marktplatz OTC-Handel“ ausgeht, der vom Marktplatz Börse völlig losgelöst wäre. Tatsächlich werden aber die meisten Positionen, die eine Wertpapierfirma OTC verkauft bzw. kauft, anschließend bzw. zuvor über die Börse wieder glattgestellt bzw. eingedeckt. Es ist daher eine klare Verknüpfung zwischen börslichem und außerbörslichem Handel vorhanden. Wertpapierfirmen gehen gegenüber ihren Kunden gewissermaßen in Vorleistung, um für große Positionen eine marktschonende Ausführung zu gewährleisten. Hingegen ist in den wenigsten Fällen beabsichtigt, die Aktien über längere Zeit im eigenen Buch zu halten. Eine Transparenzpflicht, die diese Zusammenhänge außer acht lässt, würde sich kontraproduktiv auf die Markttransparenz auswirken. Transparenz kann kein Selbstzweck sein, sondern muss dazu dienen, die effiziente Preisbildung am Markt zu befördern.

Zweckmäßig wäre es daher, anstatt schematische Zeiträume für die Veröffentlichung vorzusehen, die Veröffentlichungsfristen an das konkrete Unwinding einer Position zu knüpfen. Wir schlagen vor, dass die Veröffentlichungspflicht dann eintritt, wenn die Wertpapierfirma mindestens 80 % des Gesamtvolumens glattgestellt hat. Diese Schwelle ermöglicht eine marktschonende Glattstellung von Positionen, die nicht zu Verwerfungen in der Preisbildung führt und gleichzeitig das Risiko des Marktteilnehmers angemessen berücksichtigt. Ergänzend sollten Maximalfristen vorgegeben werden, innerhalb derer in jedem Fall Transparenz herzustellen wäre.

Zudem sollten die Schwellenwerte in jedem Fall nicht an Volumina, sondern an Stückzahlen anknüpfen. Schwellenwerte, die durch Stückzahlen ausgedrückt werden, ließen sich wesentlich leichter in die Praxis umsetzen. Denn der Aktienhandel bezieht sich auf Stücke, nicht auf Volumina. Gemäß dem aktuellen Vorschlag der Kommission müsste vor dem Abschluss jedes Handelsgeschäfts der Euro-Schwellenwert unter Beachtung des aktuellen Preises in Stücke umgerechnet werden. Nun dann könnte der Händler erkennen, ob die Schwelle überschritten würde. Diese Umrechnung könnte entfallen, wenn ohnehin Stückzahlen festgelegt würden.

Stückzahlen hätten zudem dem Vorteil, dass aus der Kursvolatilität einer Aktiengattung entstehende Verzerrungen vermieden werden könnten; solche Verzerrungen würden entstehen, wenn zum Beispiel im Zeitpunkt t eine verzögerte Transparenzherstellung möglich wäre, im

Zeitpunkt t + 5 min aber nicht, weil der ausmachende Betrag der zweiten Transaktion wegen eines gesunkenen Preises – bei unveränderter Stückzahl – knapp unter dem Schwellenwert bliebe.²

Wir schlagen daher vor, Tabelle 4 folgendermaßen auszugestalten:

Maximum permitted delay for trade publication	Minimum qualifying size of trade (and cash ceilings)		
	Average Daily Turnover (ADT) > number of shares representing EUR 50 m at the [<i>date of latest ADT-calculation</i>]	Average Daily Turnover number of shares representing EUR 1-50 m at the [<i>date of latest ADT-calculation</i>]	Average Daily Turnover < number of shares representing EUR 1 m at the [<i>date of latest ADT-calculation</i>]
3 minutes after unwinding of 80 % of the risk position	The lowest of 10 % of ADT or number of shares representing EUR 7,5 m at the [<i>date of latest ADT-calculation</i>]	The lowest of 10 % of ADT or number of shares representing EUR 3,5 m at the [<i>date of latest ADT-calculation</i>]	More than 5 % of ADT but at least number of shares representing EUR 25.000 at the [<i>date of latest ADT-calculation</i>]
At the latest end of next trading day	x	x	
At the latest end of second trading day following trade			x ³⁾

Bisher nicht erfasst von der Möglichkeit zur verzögerten Herstellung der Nachhandelstransparenz sind zudem Fälle, in denen entweder die Marktgegebenheiten oder technische Umstände eine Einhaltung der 3-Minuten-Frist nicht zulassen. Dazu zählt insbesondere die spezielle Marktsituation in

² Hinsichtlich eines Beispiels für einen solchen Fall verweisen wir auf Anlage 2.

³⁾ In besonderen Fällen kann in Absprache mit der zuständigen Aufsichtsbehörde eine Fristverlängerung vereinbart werden.

einem *fast market* (z.B. 11. September 2001). Derartigen Situationen sollte ein weiterer Absatz in Artikel 13 Rechnung tragen.

6. Artikel 14 Abs. 2 Satz 2 (3-Minuten-Frist)

Die vorgesehene Ergänzung, wonach der Zeitpunkt der Veröffentlichung abhängen soll von „the characteristics of the trading venue where the transaction was executed and the complexity of the trade“ ist in Verbindung mit der unveränderten 3-Minuten-Frist sinnlos. Die 3-Minuten-Frist ist ohnehin grundsätzlich zu knapp. Die Ergänzung würde aber dazu führen, dass „nicht-komplexe“ Geschäfte (welche wären das?) im Zweifel noch vor Ablauf der 3 Minuten zu veröffentlichen wären. Eine solche Ausgestaltung lehnen wir strikt ab. Der Zusatz „the characteristics of the trading venue where the transaction was executed and the complexity of the trade“ sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

7. Artikel 14 Abs. 5 (Kundenlimitaufträge)

Um den Pflichten des Art. 22 Abs. 2 MiFID zu genügen, können Wertpapierfirmen Kundenlimitaufträge, die nicht unverzüglich ausgeführt werden können, an einen geregelten Markt und/oder ein MTF weiterleiten. Die Anforderung, Aufträge an einen regulierten Markt oder ein MTF zu leiten, „that operates a continuous auction order book trading system“ geht über den Wortlaut des Art. 22 Abs. 2 MiFID hinaus. Jedenfalls wäre ein Klarstellung dahingehend sinnvoll, dass der an den meisten deutschen Börsen seit Jahrzehnten bewährte Preisfeststellungsmechanismus den Anforderungen an die Offenlegung von Kundenlimitaufträgen genügt. An deutschen Wertpapierbörsen erfolgt die Preisfeststellung durch Skontroführer. Alle Kauf- und Verkaufsaufträge in einer Gattung werden in einem elektronischen Orderbuch gesammelt, zu dem nur der Skontroführer Zugang hat. Dieser veröffentlicht eine Taxe auf Basis der aktuellen Orderbuchlage. Durch Eingabe der Taxe in das Computersystem der Börse wird diese Information unmittelbar veröffentlicht und ist allen Anlegern zugänglich, unabhängig davon, ob sie zum Handel zugelassen sind oder nicht. Anleger können ihre Aufträge anpassen oder neue aufgeben. Zur Preisfeststellung wird das Orderbuch geschlossen. Der dann festgestellte Preis muss sicherstellen, dass der größtmögliche Umsatz bei einem gleichzeitig geringstmöglichen Überhang zustande kommt.

8. Artikel 14 Abs. 6 Buchstabe b (Konsolidierung der Daten)

Die MiFID enthält keine ausdrückliche Vorgabe, wonach die von den Wertpapierfirmen veröffentlichten Nachhandelstransparenzdaten leicht konsolidierbar sein müssten. Erwägungsgrund 34 stellt vielmehr ab auf die Mitgliedstaaten, die Maßnahmen ergreifen können. Diese Grundlage ließe sich durch folgenden Wortlaut widerspiegeln:

„ (b) not ~~prevent or~~ impede Member States' ability to remove obstacles to the consolidation of the data with ~~similar~~ data from other sources as provided for in Recital 34 of the Directive;”.

9. Artikel 20 Abs. 1 Satz 1 (Monitoring)

Die vorgesehene Verpflichtung der regulierten Märkte zu überwachen, ob Emittenten den Veröffentlichungsvorschriften genügen, würde eine Überwachungszuständigkeit durch die Börsen parallel zur zuständigen Aufsicht schaffen. Eine solche Zuständigkeit der Börsen wurde aber z. B. im Bereich der „initial ...disclosure obligations“ gerade erst durch die Prospektrichtlinie (2003/71/EG) abgeschafft. Der Vorschlag sollte ersatzlos gestrichen werden.

10. Artikel 20 Abs. 2 und 3 (Veröffentlichung von Prospekten)

Die Prospektrichtlinie (2003/71/EG) regelt die in den Absätzen 2 und 3 angesprochenen Tatbestände bereits in ausreichender Weise. Die Absätze 2 und 3 sollten daher ersatzlos gestrichen werden.

Quote Browser: Item Address: Q0#MUVGn.DE									
O#MUVGn.DE * MUEENCH. RUECK N GER/GER EUR 843002 17MAR05									
Last	/	/	TrdVol	Pct.Chng %	Net.Chng	Bid Size	Bid / Ask	Ask Size	
↑ 93.04			1200	-0.02	-0.02	1869	93.04 / 93.05	1113	13:51
93.04	Moves	1428			1st Best	1869	93.040/93.050	1113	13:52
93.00	Open	93.30			2nd Best	200	93.030/93.060	200	
93.04	High	93.65			3rd Best	139	93.000/93.090	400	
93.00	Low	92.80			4th Best	41	92.980/93.100	1003	
					5th Best	200	92.960/93.130	169	
Volume	888483				6th Best	400	92.950/93.140	3118	
Turnover	82687.17	x1000			7th Best	100	92.890/93.200	1998	
VWAP	93.065				8th Best	400	92.870/93.240	2000	
Offcl Cls	93.06	16MAR05			9th Best	2092	92.860/93.290	200	
Offcl Cls		ForToday		EuropeanPrice	10th Best	2171	92.850/93.310	1000	
Clean Lst									
BlkTrade			Blk.Vol						
Auction Data					Background Data				
IndLast	IndVolume		Bid/Ask		PaidDividend	Ex.Date	Yield		
			/		1.25	27MAY04	1.343 %		
OpenAuction	93.30				PropDividend	Date	DivCurrency		
ContAuction	92.98				2		EUR		
Cls.Auction					CapAdj.Fact	0.951	28OCT03		
surVol Bid					Chain	.GDAXHI			
surVol Ask					Backgr.	MUVGn.DEB2			
					Headlines	10:56			
					ISIN	DE0008430026			

Quote Browser: Item Address: Q0#MUVGn.DE									
O#MUVGn.DE * MUEENCH. RUECK N GER/GER EUR 843002 17MAR05									
Last	/	/	TrdVol	Pct.Chng %	Net.Chng	Bid Size	Bid / Ask	Ask Size	
↑ 93.05			13	-0.01	-0.01	1859	93.04 / 93.10	1003	13:53
93.05	Moves	1430			1st Best	1859	93.040/93.100	1003	13:53
93.04	Open	93.30			2nd Best	339	93.000/93.120	400	
93.04	High	93.65			3rd Best	41	92.980/93.130	369	
93.00	Low	92.80			4th Best	400	92.960/93.140	3118	
					5th Best	200	92.950/93.200	2298	
Volume	889596				6th Best	100	92.890/93.290	2200	
Turnover	82790.74	x1000			7th Best	400	92.870/93.310	1000	
VWAP	93.065				8th Best	2092	92.860/93.410	200	
Offcl Cls	93.06	16MAR05			9th Best	2171	92.850/93.420	600	
Offcl Cls		ForToday		EuropeanPrice	10th Best	50	92.840/93.470	241	
Clean Lst									
BlkTrade			Blk.Vol						
Auction Data					Background Data				
IndLast	IndVolume		Bid/Ask		PaidDividend	Ex.Date	Yield		
			/		1.25	27MAY04	1.343 %		
OpenAuction	93.30				PropDividend	Date	DivCurrency		
ContAuction	92.98				2		EUR		
Cls.Auction					CapAdj.Fact	0.951	28OCT03		
surVol Bid					Chain	.GDAXHI			
surVol Ask					Backgr.	MUVGn.DEB2			
					Headlines	10:56			
					ISIN	DE0008430026			

OTC-Post-Trade Transparency - Deferred Publication -

Beispiel:

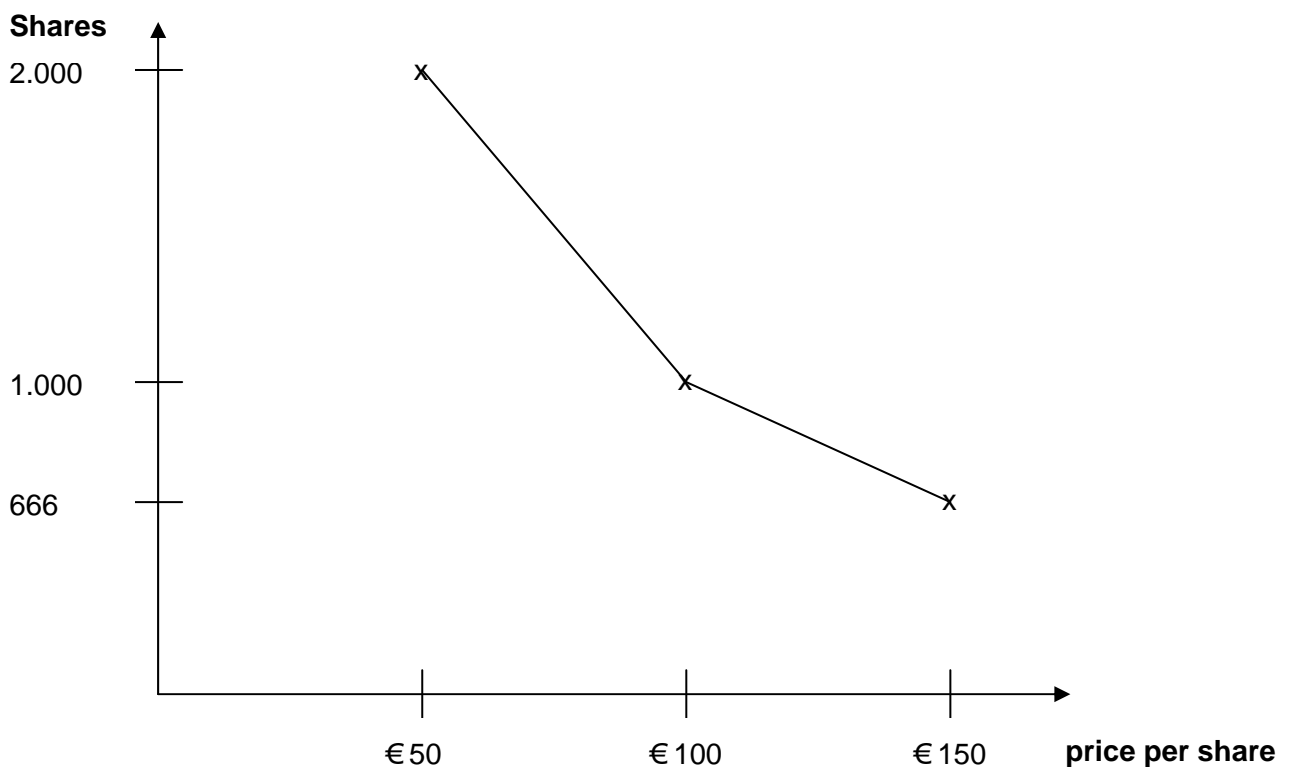
Share issuer: N.N.

ADT at the time of the annual ADT-fixture: €1,000,000

Price per share at the time of the annual ADT-fixture: €100

ADT in terms of shares at the time of the annual ADT-fixture: 10,000

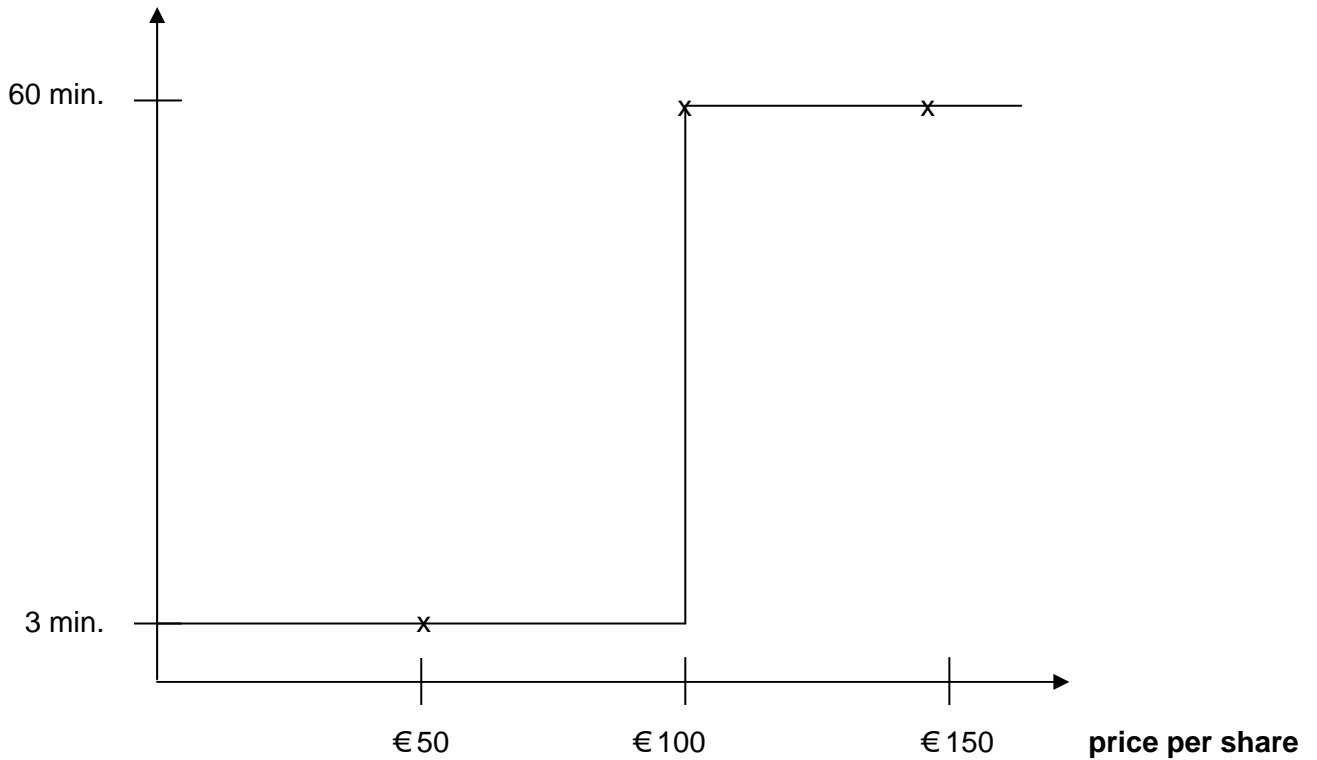
=> Minimum size to qualify for a 60 minute delay for transaction publication (2nd column of Table 4): €100.000 (= 10% of ADT)



Das Schaubild zeigt, dass auf den Schwellenwert von €100.000 unterschiedlich viele Aktien entfallen – je nachdem, wie sich der Aktienkurs entwickelt.

Konkret bedeutet dies in diesem Beispiel, dass eine Wertpapierfirma, die eine Transaktion über 1.000 Aktien durchführt, den Schwellenwert von €100.000 nur erreicht – und sodann Nachhandelstransparenz verzögert herstellen kann – wenn sich der aktuelle Preis der einzelnen Aktie auf mindestens €100 beläuft. Liegt der Preis bei einer zweiten Transaktion darunter, muss die Wertpapierfirma – obwohl in beiden Fällen 1.000 Stück gehandelt wurden – binnen 3 Minuten Nachhandelstransparenz herstellen (siehe nachfolgendes Schaubild).

Shares: 1.000



Somit entscheidet letztlich nur die Höhe des Aktienkurses darüber, ob die Wertpapierfirma eine Möglichkeit zur Verzögerung erhält oder nicht. Die aktuelle Höhe des Aktienkurses ist aber in diesem Zusammenhang – also für die Frage, ob eine verzögerte Veröffentlichung der Transaktion erfolgen darf bzw. wie viel Zeit die Wertpapierfirma für eine Glättstellung ihrer Position benötigt – nicht relevant.

Die ADTs sollten sich deshalb ebenso wie die Schwellenwerte auf die Stückzahl der gehandelten Aktien und nicht auf deren wertmäßiges Volumen beziehen.