

Christoph Kumpan

Die Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme
im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht

BrV 26

Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung

herausgegeben von

Walther Hadding, Mainz

Klaus J. Hopt, Hamburg

Herbert Schimansky, Karlsruhe

Band 26

De Gruyter Recht · Berlin

Christoph Kumpan

**Die Regulierung außerbörslicher
Wertpapierhandelssysteme
im deutschen, europäischen
und US-amerikanischen Recht**



De Gruyter Recht · Berlin

Dr. iur. *Christoph Kumpan*, LL.M. (Univ. of Chicago),
Attorney at Law, New York,
Referent/Senior Research Fellow am Max-Planck-Institut
für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg

⊗ Gedruckt auf säurefreiem Papier, das die US-ANSI-Norm über Haltbarkeit erfüllt.

ISBN-13: 978-3-89949-321-4

ISBN-10: 3-89949-321-4

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

© Copyright 2006 by De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, D-10785 Berlin

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Datenkonvertierung/Satz: WERKSATZ Schmidt & Schulz GmbH, Gräfenhainichen
Druck und buchbinderische Verarbeitung: Hubert & Co., Göttingen
Umschlaggestaltung: Angela Dobrick, Hamburg

Meinen Eltern

Danksagung

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2005 von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Hamburg als Dissertation angenommen und mit dem 1. Preis für Dissertationen im Hochschulwettbewerb 2005 des Deutschen Aktieninstituts ausgezeichnet. Die neueren Rechtsentwicklungen in Europa und den USA wurden bis Dezember 2005 berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Dr. Dr. h. c. mult. Hopt, der mir die Bearbeitung dieses Themas ermöglicht hat. Er hat mich sowohl in wissenschaftlicher Hinsicht in ganz besonderer Weise gefördert als auch als Mitarbeiter am Max Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg, beschäftigt. Dies hat es mir ermöglicht, mich in einer Weise vertieft mit dem Thema auseinanderzusetzen, wie es mir als Externer niemals möglich gewesen wäre.

Mein weiterer Dank gilt Herrn Prof. Dr. Hirte für die Erstellung des wohlwollenden Zweitgutachtens.

Den Herausgebern der Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung danke ich für die Aufnahme der Arbeit in diese Reihe.

Besonders herzlich bedanken möchte ich mich bei Herrn Dr. Baum für die wertvollen Diskussionen und Anregungen und das engagierte Durchsehen meiner Arbeit.

Während meines Studienaufenthaltes an der University of Chicago, der dankenswerterweise von der Studienstiftung des Deutschen Volkes und der Zeit-Stiftung Ebelin und Gerd Bucerus gefördert wurde, erhielt ich wertvolle Anregungen von Herrn Prof. Easterbrook, Frau Prof. Bernstein und Herrn Prof. Hamburger, die mir beim Verständnis der Rechtslage in den USA sehr geholfen haben.

Die Mitarbeiter des Referats VII B 5 des Bundesministeriums der Finanzen, insbesondere Herr Ministerialrat Dr. Kerkloh und Herr Regierungsrat Fölsch, und Herr Ministerialrat Dr. Pötzsch vom Bundeskanzleramt gewährten mir wertvolle Einblicke in die Praxis der Marktregulierung, für die ich ihnen sehr dankbar bin.

An der Hamburger Börse, in der Vereins- und Westbank AG sowie in der Dresdner Bank AG konnte ich wertvolle praktische Erfahrungen im Bank- und Börsengeschäft sammeln, die mir bei der Anfertigung meiner Arbeit sehr zugute kamen. Dafür möchte ich insbesondere Herrn Dr. Ledermann und Herrn Marxsen von der BÖAG Börsen AG danken.

Meinen Eltern und Frau Sandra Kraft möchte ich für ihre wertvolle Hilfe bei der Korrektur und der Überarbeitung meiner Arbeit danken. Meinen Eltern gilt außerdem mein ganz besonderer Dank dafür, dass sie mich während der Zeit meiner Arbeit an der Dissertation in besonderer Weise unterstützt haben.

Berlin, im Januar 2006

Christoph Kumpan

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Einleitung	1
1. Teil: Außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme und die Notwendigkeit ihrer Regulierung	5
1. Kapitel: Außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme und ihre Rolle am Kapitalmarkt	7
2. Kapitel: Regulierung – Ziele, Voraussetzungen und Instrumente	45
3. Kapitel: Gründe für eine Regulierung von außerbörslichen Wertpapierhandelssystemen	75
2. Teil: Rechtsvergleichender Überblick: USA, Europa, Deutschland	119
1. Kapitel: Die Regelungen in den USA und ihre Entwicklung	121
2. Kapitel: Die europarechtlichen Regelungen und ihre Entwicklung	170
3. Kapitel: Die Regelungen in Deutschland und ihre Entwicklung	195
3. Teil: Die Begriffsbestimmungen für außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme und die Börse de lege lata und de lege ferenda	213
1. Kapitel: Die Begriffsbestimmungen des Börsenrechts für außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme in rechtsvergleichender Perspektive	215
2. Kapitel: Abgrenzung zum Börsenbegriff de lege lata	242
3. Kapitel: Die Legaldefinition des Börsenbegriffs de lege ferenda und die Einbindung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme in die Kapitalmarktregulierung	258
4. Teil: Regelungen für außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme in rechtsvergleichender Perspektive	293
1. Kapitel: Ausgestaltung einer wettbewerbsorientierten Regulierung	295
2. Kapitel: Bestimmungen zur Betriebsaufnahme	317
3. Kapitel: Transparenzvorschriften	343
4. Kapitel: Handelsteilnehmer und der Zugang zum Handel	373
5. Kapitel: Die Gewährleistung des Handels und die Preisfeststellung	406
6. Kapitel: Aufsicht – Zuständigkeit, Befugnisse und internationale Zusammenarbeit	424
Zusammenfassende Thesen	451
Literaturverzeichnis	459
Register	495

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XXV
Einleitung	1
I. Fragestellung	1
II. Vorgehensweise	3
I. Teil: Außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme und die Notwendigkeit ihrer Regulierung	5
1. Kapitel: Außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme und ihre Rolle am Kapitalmarkt	7
I. Allgemeines	8
II. Erscheinungsformen von außerbörslichen Wertpapierhandelssystemen (alternativen Handelssystemen, ATSs)	12
1. Multilaterale Handelssysteme	13
a) Multilaterale Handelssysteme mit eigener Preisermittlung	13
b) Electronic Communication Networks	16
c) Handelssysteme ohne eigene Preisermittlung (Crossing-Systeme)	17
d) Hybride Systeme	18
2. Bilaterale Handelssysteme/Internalisierer	18
3. Inseratsysteme bzw. Bulletin Boards	19
III. Die Vorteile von alternativen Handelssystemen	21
1. Geringe Kosten für Transaktionen	21
2. Angebot bedarfsgerechter Dienstleistungen	23
3. Situation in Deutschland	25
IV. Börsen als Bezugspunkt für die Regulierung von alternativen Handelssystemen	26
1. Die Dienstleistungen der Börse	27
2. Die ökonomische Funktion von Börsen und dem Kapitalmarkt im Allgemeinen	30
a) Allokationsfunktion	31
b) Marktfunktion	32
c) Bewertungsfunktion	33
V. Leistungskriterien für Märkte	34
1. Primärkriterien	34
a) Markttransaktionskosten	34
b) Liquidität	37
2. Sekundärkriterien	38

a) Informationseffizienz	38
b) Markttransparenz	39
c) Abwicklungseffizienz	41
d) Attraktivität der Produktpalette	41
3. Integrität und Sicherheit des Handelssystems	42
VI. Zusammenfassung	43
2. Kapitel: Regulierung – Ziele, Voraussetzungen und Instrumente	45
I. Ziele der Kapitalmarktregulierung in Deutschland und Europa	47
1. Funktionsschutz	47
2. Anlegerschutz	49
3. Wechselwirkungen zwischen Funktions- und Anlegerschutz	51
II. Regulierung im Hinblick auf den Funktionsschutz	51
1. Marktversagen als Voraussetzung für eine Regulierung	52
2. Verringerung von Transaktionskosten und Informationsasymmetrien	57
III. Regulierung im Hinblick auf den Anlegerschutz	58
1. Die Risiken für Anleger	58
2. Unterschiedliche Schutzbedürftigkeit unterschiedlicher Anlegergruppen	59
a) Institutionelle Investoren	60
b) Privatanleger	61
3. Folgerung für die Regulierung	62
IV. Nachteile einer Regulierung und Staatsversagen	63
1. Nachteile staatlicher Regulierung	64
2. Staatsversagen	65
a) Informationsdefizite der regulierenden Stelle	66
b) Langsame Reaktionsgeschwindigkeit und Ausweichreaktionen	67
c) Gefahr opportunistischen Verhaltens und zu restriktiver Vorgaben	67
3. Abwägung der Vor- und Nachteile	68
V. Die regulierende Instanz	69
1. Vorteile einer Selbstregulierung	69
2. Notwendigkeit einer staatlichen Regulierung	70
VI. Instrumente für eine Regulierung	72
VII. Zusammenfassung	74
3. Kapitel: Gründe für eine Regulierung von außerbörslichen Wertpapierhandelssystemen	75
I. Marktfragmentierung und Wettbewerb oder Zentralisierung und Monopol?	75

II. Risiken im Rahmen der einzelnen Handelsphasen	79
1. Risiken in der Informationsphase	80
a) Notwendigkeit von Transparenz	81
b) Negative Auswirkungen von Transparenz	82
i) Auswirkungen der Transparenz auf die Informations- effizienz	83
ii) Auswirkungen der Transparenz auf die Liquidität	84
iii) Auswirkungen der Transparenz auf die Markt- struktur	86
c) Wertpapierinformationen als öffentliches Gut oder Gegenstand von Verfügungsrechten?	87
i) Preise als öffentliches Gut	87
ii) Verfügungsrechte an Preisen	88
iii) Ablehnung von Verfügungsrechten bei Nachhandels- transparenz	89
iv) Free riding-Probleme bei Vorhandelstransparenz	90
d) Gründe für eine Regulierung	91
2. Risiken in der Orderroutingphase	92
a) Zugang zum Handelssystem	93
b) Interessenkonflikte von Intermediären	95
c) Gründe für eine Regulierung	98
3. Die Risiken in der Matchingphase	99
a) Preisfeststellungsverfahren	99
i) Auktionsmärkte und Market-Maker-Systeme	100
ii) Kein Regulierungsbedarf	101
b) Fragmentierung und die Folgen für die Preisfest- stellung	102
i) Gefahr eines Informationsdefizits der Referenz- preise	103
ii) Gefahr zu langsamer Preisanpassung	104
iii) Preisdiskriminierung	105
iv) Quotierungsverhalten – Auswirkungen der Fragmen- tierung auf preisfeststellende Systeme	106
v) Quotierungsverhalten – Auswirkungen der Fragmen- tierung auf preisimportierende Systeme	108
vi) Umgehen der Prioritätsregeln bei der Ausführung	109
vii) Gründe für eine Regulierung	109
c) Verhinderung von Marktmissbrauch	110
4. Risiken in der Abwicklungsphase	112
III. Handelsphasenunabhängige Risiken	112
1. Stabilität und Funktionsfähigkeit von Handelssystemen	112
2. Zuverlässigkeit der Betreiber	114

3. Free Riding durch alternative Handelssysteme hinsichtlich der Marktüberwachung	114
4. Gefahren für Anleger bei grenzüberschreitenden Transaktionen	115
IV. Zusammenfassung	117
2. Teil: Rechtsvergleichender Überblick: USA, Europa, Deutschland	119
1. Kapitel: Die Regelungen in den USA und ihre Entwicklung	121
I. Gesetzliche Grundlagen für die Regulierung von alternativen Handelssystemen	122
1. Der Securities Exchange Act	122
2. Das National Market System	124
II. Das Bedürfnis nach einer Regulierung von alternativen Handelssystemen	126
1. Der No-Action Letter-Ansatz der SEC	127
2. Der Fall Delta Government Options Corp.	129
a) Die Entscheidung der SEC und die erste Delta-Entscheidung des 7th Circuit	129
b) Der Delta-Release der SEC	131
c) Die zweite Delta-Entscheidung des 7th Circuit	132
3. Richtlinienvorschlag 15c 2-10 der SEC	133
4. Kritik an der Regulierung vor Regulation ATS	135
a) Kritik am No-Action Letter Ansatz	135
b) Die Nachteile der Regulierung als Broker-Dealer in Bezug auf alternative Handelssysteme	136
c) Die Nachteile der Regulierung als Broker-Dealer in Bezug auf den Gesamtmarkt	137
III. Der Market 2000 Report und erste Regelungen für alternative Handelssysteme	139
1. Market 2000 Report	139
2. Rule 17a-23	140
3. Order Handling Rules	140
IV. Regulation ATS	143
1. Die Vorbereitung: der Concept Release von 1997	143
a) Die Vorschläge der SEC	144
b) Überblick über die Kommentare zum Concept Release	145
2. Das Konzept von Regulation ATS	147
3. Der Börsenbegriff	150
4. Der ATS-Begriff	152
5. Überblick über die Vorschriften von Regulation ATS	154

a) Anzeige- und Berichtspflichten, Unterstützung der Überwachung durch SEC und SROs	154
b) Transparenzpflichten	156
c) Zugang zum Handelssystem	157
d) Kapazität, Integrität und Sicherheit des elektronischen Systems	159
6. Kurze Bewertung von Regulation ATS	160
a) Vorzüge der Regelungen	160
b) Die Kritik an Regulation ATS	161
i) Die Kritik am Börsenbegriff	161
ii) Die Kritik an den Zugangs- und Transparenzvorschriften	162
iii) Kritik an der Mitgliedschaft in SROs	164
V. Weiterer Regelungsbedarf laut SEC	164
1. Fragmentation Release	164
2. Regulation NMS vom Juni 2005	166
VI. Zusammenfassung	169
2. Kapitel: Die europarechtlichen Regelungen und ihre Entwicklung	170
I. Die Standards des CESR für alternative Handelssysteme	171
1. Der erste Entwurf – das Consultation Paper	172
2. Der zweite Entwurf – Proposed Standards for Alternative Trading Systems	175
3. Die endgültige Fassung der Standards	177
a) Der Inhalt der Standards	178
b) Ergänzungen der Wohlverhaltenspflichten	180
II. Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)	181
1. Der erste Leitlinienentwurf der EU-Kommission	182
2. Der zweite Ansatz der EU-Kommission	184
3. Die endgültige Fassung der Richtlinie	189
a) Begriffsbestimmungen der MiFID: MTF, geregelter Markt, systematischer Internalisierer	190
b) Überblick über die Regelungen der MiFID	191
III. Zusammenfassung	194
3. Kapitel: Die Regelungen in Deutschland und ihre Entwicklung	195
I. Regelungsbedürfnis in Deutschland	195
1. Börsengutachten von Hopt/Rudolph/Baum	196
a) Der Begriff „börsenähnliche Einrichtung“	197
b) Das festgestellte Regelungsbedürfnis	198
2. Die Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission	199

a) Die Begriffsbestimmungen der Börsensachverständigenkommission	200
b) Das festgestellte Regelungsbedürfnis	200
II. Überblick über die börsenrechtlichen Regelungen nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	201
1. § 58 Abs. 1 Satz 1 BörsG – Die Anzeigepflicht für elektronische Handelssysteme	202
a) Der Begriff „elektronisches Handelssystem“	202
b) Die Anzeigepflicht	203
2. § 59 BörsG – Die Vorschriften für börsenähnliche Einrichtungen	204
a) Der Begriff „börsenähnliche Einrichtung“	204
b) Die Pflichten für börsenähnliche Einrichtungen	205
3. § 59 Satz 2, § 60 BörsG – Die Aufgaben der Börsenaufsichtsbehörde	206
III. Vorschriften des KWG und WpHG	207
1. Überblick über die Pflichten nach dem KWG	208
2. Überblick über die Pflichten nach dem WpHG	209
IV. Zusammenfassung	211
3. Teil: Die Begriffsbestimmungen für außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme und die Börse de lege lata und de lege ferenda	213
1. Kapitel: Die Begriffsbestimmungen des Börsenrechts für außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme in rechtsvergleichender Perspektive	215
I. Elektronisches Handelssystem für den Handel in börsenmäßig handelbaren Wirtschaftsgütern und Rechten – § 58 Abs. 1 Satz 1 BörsG	215
1. Elektronisches Handelssystem	216
a) Die Weite des Begriffs Handelssystem	217
b) Unangemessene Ausrichtung an der Technologie	219
2. Börsenmäßig handelbare Wirtschaftsgüter und Rechte bzw. Finanzinstrumente	220
3. Abgrenzung zur Börse und Ausklammerung des Freiverkehrs	222
II. Börsenähnliche Einrichtung – § 59 Satz 1 BörsG	223
1. Zusammenführen	223
2. Angebot und Nachfrage bzw. Interessen am Kauf und Verkauf	224
3. Vertragsabschlüsse innerhalb des Systems ermöglichen	226
a) Innerhalb des Systems	226
b) Ermöglichen	228

4. Multilaterales System bzw. mehrere Marktteilnehmer	230
a) Ausgrenzung bilateraler Systeme	230
b) Systeme mit einer zentralen Gegenpartei	232
5. In § 59 Satz 1 BörsG nicht vorhanden: nichtdiskretionäre Regeln bzw. non-discretionary methods	232
6. Betreiber	234
7. Besondere Ausnahmvorschrift in den USA	235
III. Abgrenzung zu bilateralen und anderen Systemen	237
1. Bilaterale Handelssysteme/Internalisierer	237
2. Passive und teilaktive Inseratsysteme sowie außerbörslicher Telefonhandel	238
3. Orderroutingsysteme	239
4. Systeme für die Orderabwicklung und Verwahrung	239
5. Informationssysteme	239
6. Sonstige Systeme	240
IV. Zusammenfassung	240
2. Kapitel: Abgrenzung zum Börsenbegriff de lege lata	242
I. Notwendigkeit einer Abgrenzung	243
II. Der Börsenbegriff	244
III. Mögliche Kriterien für die Abgrenzung von Börsen und börsen- ähnlichen Einrichtungen	246
1. Staatlich überwachte Preisbildung	247
2. Art und Qualität der Preisfeststellung	248
3. Das Vorhandensein von Maklern bzw. eines vergleichbaren EDV-Systems	250
4. Die Beschränkung der Teilnahme auf Kaufleute	251
5. Nutzung des Systems	253
6. Die Verbandsstruktur der Börsen bzw. ihr Erscheinungsbild	255
7. Die Abgrenzung in den US-amerikanischen Regelungen . . .	255
8. Die Abgrenzung in den europäischen Regelungen	255
IV. Zusammenfassung	256
3. Kapitel: Die Legaldefinition des Börsenbegriffs de lege ferenda und die Einbindung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme in die Kapitalmarktregulierung	258
I. Notwendigkeit einer Legaldefinition des Börsenbegriffs	258
1. Die fehlende Tragfähigkeit der Argumente gegen eine Legal- definition	259
2. Rechtsstaatliche Gesichtspunkte	260
II. Notwendigkeit eines funktional ausgerichteten Börsenbegriffs . .	261
1. Mängel des institutionellen Börsenbegriffs	262

2. Vorteile des funktionalen Ansatzes	263
3. Nachteile eines puristischen funktionalen Ansatzes	265
4. Die Funktion der Börse als Anknüpfungspunkt für den Börsenbegriff	266
III. Der Börsenbegriff de lege ferenda	268
1. Strukturelle Anforderungen an die Definition	268
2. Die Merkmale eines Börsenbegriffs de lege ferenda	269
a) Handelssystem	269
b) Zusammenführen von Angebot und Nachfrage	270
c) Zusammenführung fördern	271
d) Vertragsabschlüsse innerhalb des Systems	271
e) Multilateral, mehrere Marktteilnehmer	272
f) Wirtschaftsgüter und Rechte	273
g) Nichtdiskretionäre Regeln	273
h) Preisfeststellung	273
i) Weitere mögliche Merkmale	274
3. Ausdrückliche Ausnahmen vom Börsenbegriff	275
4. Ergebnis: Die Börsendefinition de lege ferenda	275
IV. Börsenähnliche Einrichtungen und ihre Einbindung in die börsenrechtliche Regulierung	276
1. Freie Wahl der Betreiber	276
2. Gütesiegel-Regelung	277
3. Orientierung am Volumen	278
4. Zeitlich begrenzte Ausnahmen	279
5. Die Entscheidung durch die Aufsichtsbehörde	280
a) Notwendigkeit einer Definition des Begriffs börsen- ähnliche Einrichtung	280
b) Ermessensentscheidung der Aufsichtsbehörde	280
i) Systeme für professionelle Marktteilnehmer	281
ii) Handelssysteme von Kredit- und Finanzdienst- leistungsinstituten	282
iii) Ausnahmevorschrift	282
6. Der Begriff der börsenähnlichen Einrichtung de lege ferenda	282
7. Überlegungen für die Ausgestaltung der anknüpfenden Regelungen	284
V. Systematische Internalisierer	285
1. Internalisierung	285
2. In organisierter und systematischer Weise häufig regelmäßig	286
3. Handel für eigene Rechnung	287
4. Ausführung von Kundenaufträgen	287
5. Außerhalb eines geregelten Marktes oder eines MTF	288
6. Abgrenzung zum OTC-Handel	289

Inhaltsverzeichnis	XIX
7. Beendigung der Tätigkeit als systematischer Internalisierer	289
VI. Zusammenfassung	290
4. Teil: Regelungen für außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme in rechtsvergleichender Perspektive	293
1. Kapitel: Ausgestaltung einer wettbewerbsorientierten Regulierung	295
I. § 22 Abs. 1 BörsG und die Entscheidung zugunsten des Wettbewerbs	295
1. Der Zweck der Regelung in § 22 Abs. 1 Satz 1 BörsG	296
2. Einführung einer stärkeren Wettbewerbsorientierung	297
a) Ökonomische Erwägungen	297
b) Die Vorgaben der MiFID	300
c) Vergleich mit den USA	301
3. Einführung eines stärker dynamischen Anlegerschutzes	302
II. Die Einbindung von alternativen Handelssystemen in den Kapitalmarkt	303
1. Zentrales Limitorderbuch	304
a) Die Vorteile eines zentralen Limitorderbuches/ Dachskontos	304
b) Die Argumente gegen ein zentrales Limitorderbuch/ Dachskonto	305
c) Die Möglichkeit einer freiwilligen Einführung eines Dachskontos	307
2. Institutionalisierte Verbindungen zwischen den Märkten	307
a) Die Argumente gegen eine gesetzliche Einführung institutionalisierter Marktverbindungen	308
b) Vorteil marktbasierender Verbindungen zwischen Markt- plätzen	310
3. Wettbewerb um Listings	312
a) Die Vorteile eines Wettbewerbs um Listings	312
b) Die Argumente gegen einen alleinigen Wettbewerb um Listings	313
4. Transparenzlösung	315
III. Zusammenfassung	316
2. Kapitel: Bestimmungen zur Betriebsaufnahme	317
I. Zulassung/Anzeige	317
1. Anzeigepflicht nach § 58 Abs. 1 Satz 1 BörsG und Erlaubnis- pflicht nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG	317
a) Anlagevermittlung	318
b) Abschlussvermittlung	320

c) Eigenhandel	321
d) Erlaubnisfrei	322
e) Grenzfälle	324
f) Die Erforderlichkeit einer Erlaubnis für Betreiber börsen- ähnlicher Einrichtungen	324
2. Anzeigepflicht im US-amerikanischen Recht	325
3. Zulassungserfordernis nach der MiFID	325
4. Anpassungsbedarf im deutschen Recht	326
5. Mitzuteilende Informationen	328
II. Governance und Rechtsform	330
1. Zur Governance von alternativen Handelssystemen	330
2. Rechtsform von alternativen Handelssystemen und deren Betreibern	332
III. Organisatorische Anforderungen	333
1. Organisatorische Anforderungen nach europäischem Recht – insbesondere Art. 13 MiFID	333
a) Einhaltung der Vorschriften der MiFID und Ver- meidung von Interessenkonflikten (Abs. 2 und 3 sowie Art. 18)	334
b) Gewährleistung des Betriebes (Abs. 4)	335
c) Weitere Anforderungen (Abs. 5 und Art. 12 MiFID)	335
d) Konkret zu treffende Maßnahmen (Abs. 10)	336
2. Organisatorische Anforderungen im US-amerikanischen Recht	337
3. Vorschriften des WpHG und § 59 Satz 1 BörsG im Vergleich zu Art. 13 MiFID	338
4. Bewertung	339
5. Organisatorische Anforderungen an systematische Inter- nalisierer	341
IV. Zusammenfassung	342
3. Kapitel: Transparenzvorschriften	343
I. Die Transparenzregeln für multilaterale Handelssysteme nach der MiFID	344
1. Art. 29 MiFID – Vorhandelstransparenz	345
a) Sachlicher Anwendungsbereich	345
i) Zum Handel an einem geregelten Markt zugelassene Aktien	345
ii) „Über ihre Systeme mitgeteilt“	345
iii) Aktuelle Geld- und Briefkurse und die Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen	346
(1) Erfassung auch von Market-Maker-Systemen	346

(2) Die zu veröffentlichende Markttiefe:	
Orientierung am Marktmodell	347
b) Ausnahmen von der Transparenzpflicht	348
i) Marktmodell	348
ii) Umfang der Aufträge	349
iii) Art der Aufträge	350
c) Die Pflicht zur Veröffentlichung von Informationen	351
2. Art. 30 MiFID – Nachhandelstransparenz	352
a) Sachlicher Anwendungsbereich	352
b) Ausnahmen	352
c) Die Veröffentlichung von Informationen	354
3. Bewertung der Transparenzvorschriften der MiFID für multilaterale Handelssysteme	354
II. Transparenzregeln für börsenähnliche Einrichtungen im deut- schen Börsenrecht	356
1. § 59 Satz 1 Nr. 4 und Nr. 6 BörsG	356
2. Vergleich der europarechtlichen Regelungen mit den börsen- gesetzlichen Vorschriften	357
III. Die US-amerikanische Regelung zur Transparenz	358
1. Rule 301 (b) (3) SEA	358
2. Vergleich der deutschen und europarechtlichen Regelungen mit den US-amerikanischen Vorschriften	359
IV. Transparenzregeln für systematische Internalisierer nach der MiFID	360
1. Veröffentlichung von nichtausgeführten Kundenaufträgen nach Art. 22 Abs. 2 Satz 1 MiFID	361
2. Quotierungsverpflichtung für systematische Internalisierer nach Art. 27 MiFID	362
a) Sachlicher Anwendungsbereich	363
i) In der EU zum Handel zugelassene Aktien	363
ii) Liquide und illiquide Aktien	363
iii) „Für die sie systematische Internalisierung betreiben“	364
b) Die Pflicht zur Stellung verbindlicher Kursofferten	364
i) Möglichkeit einseitiger Kursofferten	364
ii) Fehlende Vorgabe eines Mindestvolumens für Kurs- offerten	364
iii) Zulässigkeit gespaltener Kursofferten	365
c) Pflicht zur Veröffentlichung verbindlicher Kursofferten	366
d) Rücknahme von veröffentlichten Kursofferten	367
e) Preisverbesserung bei der Ausführung von Kundenorders	367
f) Zusammenfassung und Bewertung	369
3. Nachhandelstransparenz – Art. 28 MiFID	369

a) Inhalt und Konkretisierung von Art. 28 MiFID	369
b) Bewertung	371
V. Zusammenfassung	371
4. Kapitel: Handelsteilnehmer und der Zugang zum Handel	373
I. Die Begriffsbestimmungen der MiFID: Professionelle Kunden, Kleinanleger, geeignete Gegenparteien	374
II. Die Regelung des Zugangs zu multilateralen Handels- systemen	376
1. Zugangsbeschränkungen	376
a) Europarechtliche Regelungen – Art. 14 Abs. 4 i. V.m. Art. 42 Abs. 3 MiFID	376
b) Keine Regelung im Rahmen von §§ 58 ff. BörsG	377
c) Anpassungsbedarf bei den Vorschriften für börsenähn- liche Einrichtungen	377
i) Die Regelung für Börsen nach § 16 BörsG	378
ii) § 16 Abs. 4 Satz 1 BörsG im Vergleich zu Art. 42 Abs. 3 MiFID.	379
iii) Zukünftig weite Regelung für börsenähnliche Ein- richtungen	380
2. Pflicht zur Zugangsgewährung	383
a) Rule 301 (b) (3): Zugang für Marktteilnehmer der jeweiligen Börse	383
b) Rule 301 (b) (5): Zugang für alle Marktteilnehmer	384
c) Keine Einführung einer Pflicht zur Zugangsgewährung im deutschen Recht	385
III. Zugang zu systematischen Internalisierern nach der MiFID	387
1. Zugang zu verbindlichen Kursofferten	387
2. Beschränkungen nur bei Veröffentlichungen über Systeme Dritter?	388
IV. Überblick über die Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Aufträgen	389
1. Die Pflicht zur kundengünstigsten Ausführung von Auf- trägen gemäß Art. 21 MiFID	389
2. Best Execution in den USA	390
3. Probleme bei einer Verpflichtung zur kundengünstigsten Auftragsausführung	393
V. Kurzer Überblick über das Vertragsverhältnis zwischen Teil- nehmern und Betreibern außerbörslicher Wertpapierhandels- systeme	394
1. Zulassung zum Handelssystem	394
2. Zusätzliche Dienstleistungen	395

3. Anwendbarkeit der Bestimmungen über Fernabsatzverträge bei Finanzdienstleistungen und des Teledienstegesetzes . . .	397
4. Vertragsbeziehungen zu ausländischen Systemen und Nutzern	398
VI. Informationspflichten gegenüber Marktteilnehmern	401
1. Informationen über das Handelssystem	401
2. Informationen über Anlagen (MiFID)	403
3. Informationspflichten systematischer Internalisierer	404
VII. Zusammenfassung	404
5. Kapitel: Die Gewährleistung des Handels und die Preisfeststellung	406
I. Einbeziehung von Finanzinstrumenten bzw. börsenmäßig handelbaren Gegenständen	406
II. Sicherstellung eines fairen und ordnungsmäßigen Handels	407
III. Sicherstellung einer effizienten und ordnungsgemäßen Preisermittlung	409
1. Preisfeststellungsregeln	411
2. Ordnungsmäßiges Zustandekommen von Preisen	412
a) Gebot der Kurswahrheit	412
b) Gebot der Chancengleichheit	413
c) Verpflichtung zur Einrichtung von Sicherungsmechanismen	414
3. Preisimport	414
4. Keine Erstreckung auf bilaterale Systeme	416
IV. Überwachung des Handels	417
V. Verhinderung von Manipulationen	419
VI. Aufzeichnungspflichten	420
VII. Abwicklung	421
VIII. Zusammenfassung	422
6. Kapitel: Aufsicht – Zuständigkeit, Befugnisse und internationale Zusammenarbeit	424
I. Zuständigkeit deutscher Aufsichtsbehörden – der Betrieb im Inland	424
1. Serverstandort	425
2. Sitz des relevanten Marktes	427
a) Targeting Approach	427
b) Regelungen in Deutschland	428
c) Exkurs: §§ 37i ff. WpHG und ATSS	429
d) Bewertung des Targeting Approach	430
3. Sitz des Betreibers	432
II. Fachliche Zuständigkeit innerhalb Deutschlands	433

III. Befugnisse und Mittel der Börsenaufsicht	435
1. Inhalt und Umfang der Aufsicht nach deutschem Recht . . .	435
2. Anordnungsbefugnisse	436
3. Sonstige Befugnisse	438
4. Entzug der Zulassung bzw. Untersagung des Betriebs	440
5. Befugnisse gegenüber systematischen Internalisierern	441
IV. Zusammenarbeit der europäischen Behörden nach der MiFID	441
1. Grundsatz der gegenseitigen Anerkennung	442
2. Grundsatz der Herkunftslandkontrolle	443
3. Überblick über die Zusammenarbeit der Behörden der Mitgliedstaaten	444
4. Anpassungsbedarf im deutschen Recht	445
V. Internationale Zusammenarbeit	446
1. Mögliche Formen der Regulierung international tätiger alter- nativer Handelssysteme	447
2. Bewertung der Umsetzbarkeit	448
VI. Zusammenfassung	449
Zusammenfassende Thesen	451
Literaturverzeichnis	459
Register	495

Abkürzungsverzeichnis

... G	... gesetz
A. A./a. A.	anderer Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
ABIEG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
ABIEU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz (Absätze)
Abschn.	Abschnitt(e)
Admin. L. Rev.	Administrative Law Review
AER	The American Economic Review
AFEI	Association Française des Entreprises d'Investissement
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft/Amtsgericht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
ähnl.	ähnlich
AJP/PJA	Aktuelle Juristische Praxis
AktG	Aktiengesetz
Am. Bus. L.J.	American Business Law Journal
amtl.	amtlich
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
APCIMS	Association of Private Client Investment Managers and Stockbrokers
Apr.	April
Art.	Artikel
ASE	Athens Stock Exchange
Assosim	Associazione Italiana Intermediari Mobiliari (Italian Association of Financial Intermediaries)
ATS	Alternative Trading System
Aufl.	Auflage
B2B	Business-to-Business
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
Bank. & Fin. L. Rev.	Banking and Finance Law Review
BB	Betriebs-Berater
BBA	Britisch Bankers Association
BBO	Best Bid and Offer
Bd.	Band
Begr.	Begründung/Begründer
BegrRegE	Begründung zum Regierungsentwurf
Beil.	Beilage
Bell J. Econ. & Man. Sc.	Bell Journal of Economics and Management Science
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch

BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BIS	Bank for International Settlements
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BÖBD	Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands
BörsenO	Börsenordnung
BörsG	Börsengesetz
BörsZ	Börsenzeitung
BR-Drucks.	Drucksachen des Bundesrats
BReg	Bundesregierung
BSK	Börsensachverständigenkommission
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
BuB	Bankrecht und Bankpraxis
Bus. Law.	The Business Lawyer
BWA	Bundeswertpapieraufsicht (Österreich)
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
C. M. L. Rev.	Common Market Law Review
C.F.R.	Code of Federal Regulations
Calif. L. Rev.	California Law Review
Cas.	Cases
Cath. U. L. Rev.	Catholic University Law Review
CCH	Commerce Clearing House (Publisher)
CECA	Confederación Espanola de Cajas de Ahorros (Spanish Confederation of Savings Banks)
CESR	Committee of European Securities Regulators
ch.	chapter(s)
Cir.	Circuit
CLOB	Central Limit Order Book
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portuguese Securities Market Commission)
Co.	Company
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. J. Eur. L.	Columbia Journal of European Law
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Cornell Int. L. J.	Cornell International Law Journal
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp.	Corporation
COSRA	Council of Securities Regulators of the Americas
CQS	Consolidated Quotation System
CR	Computer und Recht
CREST	Operator of CREST (Realtime-Settlement-System)
CSE	Copenhagen Stock Exchange
CTS	Consolidated Tape System

D.C. Cir.	District of Columbia Circuit
d. h.	das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
Dec.	December
ders.	derselbe
DG	Directorate General
dies.	dieselbe(n)
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DJZ	Deutsche Juristen-Zeitung
Doc.	Document
DSG	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal
E.C./EC	European Community
EAMA	European Asset Management Association
EBOR	European Business Organization Law Review
EBS	The EBS Partnership
ECN	Electronic Communication System
Ed./Eds.	Edition/Editor(s)
EEC	European Economic Community
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
endg.	endgültig
ERCL	European Review of Contract Law
et al.	et alii
et seq.	et sequens/et sequentia
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f./ff.	folgende
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
FAJ	Financial Analysts Journal
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FBE	Federation Bancaire de l'Union Europeenne (Belgien)
FBF	Federation Bancaire Française
Feb.	Februar/February
Fed. R. Serv.	Federal Rules Service
Fed. Sec. L. Rep.	Federal Securities Law Reporter
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FESE	Federation of European Stock Exchanges

Fin. M. Reg. C. L.	Financial Market Regulation and Company Law
FinA	Finanzausschuss
Fla. L. Rev.	Florida Law Review
FMA	Finanzmarktaufsicht (Österreich)
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote(n)
FNH	Finansnæringens Hovedorganisasjon (Norwegian Financial Services Association)
FOA	Futures and Options Association
FR	Federal Register
FS	Festschrift/Federal Supplement
FSAP	Financial Services Action Plan
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GewO	Gewerbeordnung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
HELEX	Hellenic Exchanges
HEX	HEX plc./Helsinki Stock Exchange
HGB	Handelsgesetzbuch
HJWG	Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik
Hrsg.	Herausgeber
I.C.C.L.R.	International Company and Commercial Law Review
i.V.m.	in Verbindung mit
IDB	Inter-Dealer Broker
IFLR	International Financial Law Review
IMA	Investment Management Association
Inc.	Incorporation
insb.	insbesondere
Int. J. Ind. Org.	International Journal of Industrial Organization
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
Iowa J. Corp. L.	Iowa Journal of Corporation Law
IPMA	International Primary Market Association
IPO	Initial Public Offering
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
IPR	Internationales Privatrecht
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISMA	International Securities Market Association
ITG	Investment Technology Group
ITS	Intermarket Trading System
IWF	Internationaler Währungsfond
J. Bank. & Fin.	Journal of Banking and Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. F. R. & C.	Journal of Financial Regulation and Compliance
J. Fin.	The Journal of Finance

J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Intermediation	Journal of Financial Intermediation
J. Fin. Markets	Journal of Financial Markets
J. Fin. & Quant. Anal.	The Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Leg. Stud.	Journal of Legal Studies
J. Marshall L. Rev.	John Marshall Law Review
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
Jan.	Januar/January
Jb.J.ZivRWiss	Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler
Jg.	Jahrgang
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
JNPÖ	Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie
JPM	Journal of Portfolio Management
Jul.	Juli/July
Jun.	Juni/June
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KapitalanlageR	Kapitalanlage recht
KOM	Europäische Kommission
krit.	kritisch(e)
KWG	Kreditwesengesetz
Kz.	Kennzahl
Law & Pol'y Int'l Bus.	Law and Policy in International Business
LIBA	London Investment Banking Association
LIFFE	London International Financial Futures Exchange
lit.	litera
LMA	Loan Market Association
LME	London Metal Exchange
Losebl.	Loseblatt
Loy. U. Chi. L.J.	Loyola University Chicago Law Journal
LSE	London Stock Exchange
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Mass.	Massachusetts
MiFID	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
Mio.	Million(en)
MMR	MultiMedia und Recht
Mrd.	Milliarde(n)
MTF	Multilateral Trading Facility
MüKo	Münchener Kommentar
N	Nummer
N. E.	North East
n. F.	neue Fassung
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
N.Y.L. Sch. L. Rev.	New York Law School Law Review
N.Y.U. J. Legis. & Pub. Pol'y	New York University Journal of Legislation and Public Policy

N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NBBO	National Best Bid and Offer
NFMF	Norges Fondsmeglerforbund (The Norwegian Securities Dealers Association)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NMS	National Market System
No./No	Number
No-Act.	No-Action
Nov.	November
Nr(n).	Nummer(n)
NSMIA	National Securities Markets Improvement Act
Nw. J. Int'l L. & Bus.	Northwestern Journal of International Law and Business
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
OTC	Over the Counter
p.	page
P.L.	Public Law
Para(s)	Paragraph(s)
Pens. Plan Guide	Pension Plan Guide
PLI	Practising Law Institute
PLI/Corp.	Practising Law Institute – Corporate Law and Practice Course Handbook Series
PrOVGE	Entscheidungen des Preußischen Oberverwaltungsgerichts
Pub. Fin.	Public Finance
Pub. L.	Public Law
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift
Rdn.	Randnummer
Rev. Econ. & Stat.	The Review of Economics and Statistics
Rev.	Review
Rev. Fin. Stud	The Review of Financial Studies
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
S.	Seite(n)/Satz (Sätze)
s.	siehe/section
s. o.	siehe oben
SCLV	Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Spanish Clearing and Settlement System)

SEA	Securities Exchange Act
SEC/S.E.C.	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
Sep.	September
SIPC	Securities Investor Protection Corporation
sog.	so genannt(e/en/er/es)
Sonderbeil.	Sonderbeilage
Sp.	Spalte
SRO	Self Regulating Organization
Stan. J. L. Bus & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stat.	United States Statutes at large
SZVS	Schweizer Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik
TBMA	The Bond Market Association
TDG	Teledienstegesetz
Trad. Mag.	Traders Magazine
Tz.	Textziffer
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
U. Pa. J. Int.'l Bus. L.	University of Pennsylvania International Business Law
U. Pa. J. Int'l Econ. L.	University of Pennsylvania Journal of International Economic Law
u. a.	und andere/unter anderem
U.S. App. D.C.	U.S. Court of Appeals for District of Columbia
U.S.	United States
Unterabs.	Unterabsatz
USA	United States of America
v.	versus/vom/von
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
Vorbem.	Vorbemerkung(en)
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
WD	Wirtschaftsdienst
WL	Westlaw
WLR	Weekly Law Reports
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpDRL	Wertpapierdienstleistungsrichtlinie
WPg.	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WS	Wirtschaftliches Studium
Yale L. & Pol'y Rev.	Yale Law & Policy Review
Yale L. J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel

z. T.	zum Teil
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfgKrW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfgStW	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Einleitung

I. Fragestellung

Auf dem Kapitalmarkt haben die Entwicklungen der letzten Jahre zu einer Reihe von rapiden Veränderungen geführt. Nicht nur der technologische Fortschritt, sondern auch die wachsende Bedeutung institutioneller Investoren¹ im Rahmen einer weiter fortschreitenden ökonomischen Globalisierung, haben zu der Entstehung von außerbörslichen Wertpapierhandelssystemen, so genannten alternativen Handelssystemen oder Alternative Trading Systems (ATSs), beigetragen.² Diese sind in den USA bereits zur stärksten Konkurrenz der traditionellen Börsen aufgestiegen.

Aber auch in Europa stellt das Auftauchen von ATSs die traditionellen Börsen und die Aufsichtsbehörden vor neue Herausforderungen: Neue Computertechnologien erleichtern privaten Unternehmen die Gründung von alternativen Handelssystemen, gleichzeitig sorgt eben jene Technologie auch für die Attraktivität solcher Systeme. Sie erlaubt längere Handelszeiten, schnellere Transaktionen und – je nach Ausgestaltung des entsprechenden Systems – größere Anonymität für (vorwiegend) institutionelle Investoren. Daher wenden diese sich vermehrt dem Handel über alternative Handelssysteme zu.³ Die Globalisierung der Märkte gibt den Anlegern die Möglichkeit, grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistungen in Anspruch zu nehmen und fördert damit auch die Verbreitung alternativer Handelssysteme.⁴

1 Institutionelle Investoren handeln mit vergleichsweise großen Ordervolumina und verfügen regelmäßig über ein besonderes Know How in Bezug auf den Wertpapierhandel. Zur Institutionalisierung *Rudolph/Röhl*, Grundfragen, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, S. 143 (148ff.); *Gerke/Bank/Steiger*, Changing Role, in *Hopt/Wymeersch*, Capital Markets, S. 357ff.; *Zufferey*, Regulation, Rdn. 400f. (S. 18f.). Dazu unten I. Teil: 2. Kapitel: III. 2. a.

2 *Baum*, EBOR 2004, 677 (685); *Hopt/Baum*, WM 1997 Sonderbeil. Nr. 4, S. 3; ausführlich *Rudolph/Röhl*, Grundfragen, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, S. 143 (146ff.); *Zufferey*, Regulation, Rdn. 100ff. (S. 9f.); *Prigge*, Recent Developments, in *Hopt/Wymeersch*, Capital Markets, S. 47ff. (insb. 48, 62f.). Zu den verschiedenen Kapitalmarktrends auch *Coffee*, 52 Bus. Law. 1195ff. (1997); *Roggemann*, ZfgKrW 2002, 302 (303f.).

3 *Zufferey*, Regulation, Rdn. 401 (S. 19). Siehe auch *Hopt/Baum*, WM 1997 Sonderbeil. Nr. 4, S. 3.

4 *Hopt/Baum*, WM 1997 Sonderbeil. Nr. 4, S. 3; *Zufferey*, Regulation, Rdn. 206 (S. 14). Für einen kurzen Überblick über die vielfältigen Möglichkeiten für neue Dienstleistungen im Internet *Birkelbach*, Die Bank 1996, 424ff.

Gerade die Vielfältigkeit und die damit verbundenen Besonderheiten dieser Systeme, erschwert ihre Einordnung in kapitalmarktrechtlicher Hinsicht. Die Folgen davon sind Regulierungsprobleme. Nach mehreren Anläufen hat deshalb die Securities and Exchange Commission (SEC) in den USA als erste eine umfangreiche Regulierung alternativer Handelssysteme eingeführt.⁵ Auch in Deutschland und Europa entwickelten sich seither Regelungen, die im Börsengesetz und nun auch in der europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente⁶ (MiFID) ihren Niederschlag gefunden haben. Erste Regulierungen von alternativen Handelssystemen waren noch von einer gewissen Zurückhaltung geprägt, doch wurden die Vorgaben zunehmend detaillierter und umfassender und näherten sich immer stärker den Bestimmungen für Börsen an. Höhepunkt dieser Entwicklung war die im April 2004 in Kraft getretene europäische Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, die innerhalb von zweieinhalb Jahren in deutsches Recht umzusetzen ist.⁷ Zusammen mit den noch zu erlassenden Durchführungsmaßnahmen der EU-Kommission, welche in der Richtlinie vorgesehen sind und für die bereits Vorschläge vorliegen,⁸ enthält die Richtlinie ein detailliertes und ausdifferenziertes Regulierungsregime für alternative Handelssysteme. Dies führt zu einem erheblichen Anpassungsbedarf im deutschen Recht.

In der vorliegenden Arbeit wird daher der Frage nachgegangen, wohin die rechtliche Entwicklung im Kapitalmarktrecht führen wird, wie eine optimale Gestaltung der Regulierung alternativer Handelssysteme aussehen

5 SEC, Securities Exchange Act Release No 34-40760 (Dec. 8, 1998), 63 FR 70844 (Dec. 22, 1998); *Rice*, 21 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 585, 600ff. (2000).

6 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABIEU. 2004 Nr. L 145 vom 30.04.2004, S. 1. Hinsichtlich der Literatur hierzu siehe Fn. 860.

7 Art. 70, 72 MiFID. Zur Verlängerung der zunächst vorgesehenen zweijährigen Umsetzungsfrist um ein halbes Jahr sowie der Verlängerung der Frist für den Einhaltungstermin für die beaufsichtigten Wertpapierfirmen um ein weiteres halbes Jahr siehe *EU Kommission*, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente in Bezug auf bestimmte Fristen, KOM(2005) 253 endg., 2005/0111 (COD), vom 14.06.2005.

8 CESR, CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates, April 2005, CESR/05-290b.

könnte und wie sich die Vorgaben der europäischen Richtlinie in das deutsche Recht umsetzen lassen. Im Zentrum der vorliegenden Untersuchung steht mithin zunächst eine Analyse der Bestimmungen der europäischen Richtlinie. Dies geschieht vor dem Hintergrund, dass jene Richtlinie bis – so der gegenwärtige Stand – Oktober 2006 in deutsches Recht umgesetzt werden muss, bisher aber nur rudimentäre Ansätze einer Regelung von alternativen Handelssystemen im Börsengesetz zu finden sind. Inhalt dieser Untersuchung ist es, Vorschläge nicht nur für eine möglichst praktikable Umsetzung der MiFID in deutsches Recht sondern auch insgesamt für ein angemessenes deutsches Regulierungsregime für alternative Handelssysteme zu unterbreiten. Dabei wird auch ermittelt, welche zwingenden Vorgaben die Richtlinie enthält, und welche Freiräume sie andererseits für eine nationale Gestaltung belässt.

Von besonderer Bedeutung für die Regulierung und damit auch für die vorliegende Untersuchung sind die rechtlichen Begriffsbestimmungen für die Systeme und ihre Einordnung in die bereits existierende Regulierung von Börsen und Intermediären. Daher gilt es, geeignete Definitionen für die erfassten alternativen Handelssysteme, aber auch für den Börsenbegriff, zu finden, um eine eindeutige Abgrenzung und damit eine zuverlässige Regulierung zu ermöglichen.

Schließlich werden im Rahmen der Untersuchung auch die Regelungen für alternative Handelssysteme in den USA rechtsvergleichend berücksichtigt, weil es für eine Analyse kapitalmarktrechtlicher Fragestellungen nahezu unumgänglich ist, auch die US-amerikanischen Bestimmungen einzubeziehen. Die Regelungen und Problemlösungen der SEC finden weltweit Beachtung und dienen vielen Ländern, auch Deutschland, oft als Vorbild für eigene Regelungen. Insbesondere im Hinblick auf die Regulierung alternativer Handelssysteme ist eine Betrachtung der US-amerikanischen Regelungen wichtig, weil die SEC als erste Aufsichtsbehörde eine komplexe Regulierung alternativer Handelssysteme erlassen hat. Noch heute sind die meisten alternativen Handelssysteme in den USA beheimatet, so dass die US-amerikanischen Regelungen weit reichende Auswirkungen haben.

II. Vorgehensweise

Die Untersuchung gliedert sich in vier Teile. Zunächst werden die rechtstatsächlichen Entwicklungen vorgestellt. Neben einer eingehenden Betrachtung der vielfältigen Erscheinungsformen von alternativen Handelssystemen erfolgt ein Vergleich mit den Börsen und eine Darstellung von deren Funktionen. Außerdem werden die Qualitätsmerkmale für Wertpapiermärkte vorgestellt, auf die im Verlauf der Untersuchung immer wieder

zurückgegriffen wird. Im Anschluss werden die regulierungstheoretischen Grundlagen erarbeitet. Dazu gehören insbesondere die Voraussetzungen für die Feststellung des Regulierungsbedarfs und die Art der Regulierung. Daran schließt sich eine Untersuchung an, inwieweit diese Voraussetzungen bei alternativen Handelssystemen vorliegen und es daher Gründe für eine Regulierung gibt.

Der zweite Teil gibt einen rechtsvergleichenden Überblick über die Rechtslage und deren Entwicklung in den USA, Europa und Deutschland.

Der dritte Teil dient der Auseinandersetzung mit den Begriffen und Legaldefinitionen, die für die Regulierung alternativer Handelssysteme eingeführt worden sind, um die Eingriffsschwelle für die Regulierung zu markieren. Zunächst werden die gegenwärtig existierenden Begriffe und Legaldefinitionen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht analysiert und miteinander verglichen. Mit Blick auf das deutsche Recht wird sodann die Möglichkeit einer adäquaten Abgrenzung des im deutschen Recht verwendeten Begriffs der börsenähnlichen Einrichtung vom Börsenbegriff analysiert. Im Anschluss daran werden Vorschläge für eine rechtliche Definition des Börsenbegriffs und für rechtliche Begriffsbestimmungen für alternative Handelssysteme sowie ein Vorschlag für einen möglichen Regulierungsaufbau unterbreitet, der alternative Handelssysteme angemessen berücksichtigt.

Der vierte Teil dient der rechtsvergleichenden Untersuchung der für bestimmte Arten von alternativen Handelssystemen eingeführten Regelungen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht. Ergänzt wird sie durch eine ökonomische Perspektive. Zunächst wird die Einbindung von alternativen Handelssystemen in den Kapitalmarkt systematisch dargestellt. Danach widmet sich die Untersuchung den Regelungen, welche das einzelne Handelssystem betreffen. Hierzu gehören die Vorgaben zur Betriebsaufnahme und Organisation, die Transparenzpflichten, die rechtlichen Regelungen über den Zugang zu den Systemen und die Informationspflichten der Betreiber gegenüber den Nutzern sowie die Bestimmungen über die Regelung des Handelsgeschehens selbst, wobei insbesondere die Preisermittlung eine wesentliche Rolle spielt. Zum Abschluss werden die staatliche Aufsicht und die damit zusammenhängenden Bestimmungen über die Zuständigkeit und Befugnisse sowie die internationale Zusammenarbeit in den Blick genommen.

1. Teil:

Außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme und die Notwendigkeit ihrer Regulierung

1. Kapitel: Außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme und ihre Rolle am Kapitalmarkt

In Abgrenzung zu den traditionellen Börsen hat sich für außerbörsliche Wertpapierhandelssysteme der Begriff „alternative Handelssysteme“ (engl. Alternative Trading Systems, kurz ATs) herausgebildet. Der Begriff „alternatives Handelssystem“ wird zumeist als Oberbegriff für eine Vielzahl verschiedenster elektronischer Systeme unterschiedlichster Ausprägung und Funktionsweise verwendet.⁹ Die Spannweite dieser Systeme, die stets auf elektronischen Plattformen basieren, reicht von einfachen Websites, auf denen Kauf- und Verkaufswünsche wie an einer Pinnwand veröffentlicht werden und die nur den ersten Kontakt zwischen den Marktteilnehmern herstellen, den eigentlichen Vertragsabschluss aber den Parteien überlassen (so genannte Inseratsysteme oder Bulletin Boards), bis zu hochkomplexen, für eine Vielzahl interagierender Teilnehmer zugänglichen Marktsystemen.¹⁰ Zu letzteren gehören Handelssysteme, wie z. B. Instinet¹¹ oder Inet¹², die ihren Marktteilnehmern ermöglichen, Orders¹³ mit vorgegebenen Limitpreisen in

9 Dornau, Handelssysteme, S. 22; Baum, Technological Innovation, in Kono/Paulus/Rajak, Legal Issues, S. 99 (106); Schwark in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Vorbem. §§ 58–60 BörsG, Rdn. 1; Klock, 51 Fla. L. Rev. 753, 760 (1999); Korhonen, ATs Concepts, Bank of Finland Discussion Papers, 24/2001, S. 9ff.; von Rosen, ZfgKrW 1994, 1213 (1214).

10 Vgl. BSK, Empfehlungen, S. 4ff.; BWA, Positionspapier, S. 4f.; Schwark in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Vorbem. §§ 58–60 BörsG, Rdn. 2; Spindler, WM 2002, 1325 (1327); ders., Wertpapierhandelssysteme, in FS Druey, S. 923 (925); Dornau, Handelssysteme, S. 23.

11 Instinet ist das weltweit größte und das älteste ATS. Es wurde 1969 gegründet und später von Reuters übernommen. Zu Instinet siehe <http://www.instinet.com/operations/about.shtml>. Zu Instinet vgl. etwa auch Gomber, Elektronische Handelssysteme, S. 70f.; von Rosen, ZfgKrW 1994, 1213 (1214f.); Vaupel, RIW 1995, 568 (570f.).

12 Inets Website ist <http://www.inetats.com>. Bis 17.11.2003 Island Trading System, siehe <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/inet040204.htm>. Für weitere Informationen zu Island siehe <http://www.island.com/files/pdfs/corp/atsfiling.pdf>. Seit 08.12.2005 ist Inet Teil der NASDAQ, nachdem diese Inet übernommen hat. Siehe <http://www.inetats.com/about/index.asp>

13 Als Order wird der Auftrag eines Anlegers bezeichnet, eine bestimmte Anzahl von Wertpapieren zu kaufen oder zu verkaufen. Eine Order beinhaltet alle für einen Handelsabschluss erforderlichen Daten, wie etwa die genaue Bezeichnung des Wertpapiers, die gewünschte Menge (das Volumen oder die Stückzahl), evtl. ein Kauf- bzw. Verkaufslimit, den Namen des Auftraggebers und Angaben, die nachfolgend für die Abwicklung des Handelsgeschäftes benötigt werden, wie z. B.

das Handelssystem einzustellen und sie automatisch mit korrespondierenden Orders anderer Marktteilnehmer zusammenzuführen (so genanntes Matching). Welche vielfältigen Strukturen dabei entwickelt worden sind, lässt sich an Systemen bzw. Marktmechanismen, wie dem von OptiMark¹⁴, sehen, der es erlaubt, ganze Orderprofile¹⁵ einzugeben.¹⁶

Einführend wird ein kurzer allgemeiner Überblick über ATSS gegeben (dazu unter I). Danach erfolgt ein Überblick über die verschiedenen Arten von ATSS (dazu unter II). Daran anschließend werden die besonderen Vorteile dieser Systeme beschrieben, die ihre Verbreitung insbesondere in den USA gefördert haben (dazu unter III). ATSS wurden zunächst in der Regel als Broker bzw. Intermediäre eingestuft, doch boten sie vielfach Dienstleistungen an, die denjenigen der Börsen vergleichbar waren. Mit der Zeit orientierte sich die Regulierung daher zunehmend an den Börsenbestimmungen. Aus diesem Grund soll (unter IV) kurz auf die Dienstleistungen von Börsen sowie ihre Funktion im Rahmen des Kapitalmarktes eingegangen werden. Abschließend sollen die von der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung für die Einschätzung von Märkten entwickelten Leistungskriterien vorgestellt werden, weil diese im Folgenden immer wieder eine Rolle spielen werden (dazu unter V).

I. Allgemeines

Alternative Handelssysteme traten zuerst in den USA auf, und auch heute existieren dort weltweit noch die meisten. Das älteste Handelssystem ist das Instinet Handelssystem der Instinet Corp.¹⁷, das 1969 gegründet wurde. Alternative Handelssysteme entstanden aus dem außerbörslichen Handel großer Ordervolumen institutioneller Investoren, dem so genannten Blockhandel.¹⁸ Während der Handel über außerbörsliche Systeme anfangs noch

die Kontoverbindung des Auftraggebers. Vgl. *Picot/Bortenlänger/Röhl, Börsen*, S. 50.

14 OptiMarks Website: <http://www.optimark.com>.

15 So genannte „Satisfaction Profiles“. Diese Profile listen die einzelnen Handelsabsichten des jeweiligen Handelsteilnehmers für jeden Punkt auf einer Preis-Volumen Matrix auf. Siehe auch *SEC, Filing of Proposed Rule Change by Pacific Exchange Inc., Re: OptiMark*, Release No 34-38740, 1997 SEC Lexis 1272 (June 13, 1997).

16 Zur Beschreibung des OptiMark Handelsmechanismus siehe *SEC, Filing of Proposed Rule Change by Pacific Exchange Inc., Re: OptiMark*, Release No 34-38740, 1997 SEC Lexis 1272 (June 13, 1997).

17 Instinets Website: <http://www.instinets.com>.

18 *Dornau, Handelssysteme*, S. 5. Ein so genannter Blocktrade ist eine Transaktion einer größeren Menge an Finanzinstrumenten, typischerweise mit einem Mini-

über das Telefon stattfand, wurde er seit Ende der achtziger Jahre zunehmend auf elektronische Systeme verlagert, weil der technologische Fortschritt immer schnellere und effizientere Abwicklungen möglich werden ließ.¹⁹ Heute existiert eine Vielzahl von ATSS, die mit den traditionellen Börsen konkurrieren.²⁰ Nachdem viele dieser ATSS Ende der neunziger Jahre gegründet wurden und die größten von ihnen zwischenzeitlich gemeinsam bis zu ca. 50% des Handelsvolumens von an der NASDAQ gelisteten Aktien auf sich vereinen konnten,²¹ hat mittlerweile eine Phase der Konsolidierung eingesetzt.²² So kam es zu Fusionen zwischen ATSS, wie z. B. zwischen Archipelago und REDIbook im Jahre 2002.²³ Die bereits seit 2000 bestehenden Verbindungen von Archipelago zur Pacific Exchange wurden parallel dazu intensiviert und bis 2003 der komplette Wertpapierhandel auf die von diesen beiden Unternehmen neu errichtete elektronische Börse Archipelago Exchange (ArcaEx)²⁴ übertragen.²⁵ Im März 2006 fusionierte schließlich die Archipelago Holdings, Inc. mit der New York Stock Exchange, Inc. zur NYSE Group. Damit wurde ArcaEx Teil der NYSE.²⁶ Auch die NASDAQ übernahm verschiedene ihrer Konkurrenten, wie das ATS Brut im September 2004 und Inet im Dezember 2005.²⁷

mum von 10.000 Stück (bei Aktien) oder \$ 200.000 (bei Anleihen). Vgl. *Gomber*, Elektronische Handelssysteme, S. 43; *Shapiro*, U.S. Equity Markets, in *Schwartz*, Global Equity Markets, S. 19 (32). Zum Blockhandel *Liersch*, Regulierung; *Stenzel*, Außerbörslicher Aktienhandel, S. 44ff.; *Gomber*, Elektronische Handelssysteme, S. 43ff., der eine ausführliche ökonomische Betrachtung der Transaktionskosten des Blockhandels gibt; *Harris*, Consolidation, in *Schwartz*, Global Equities Markets, 269 (279f.); *Kraus/Stoll*, 27 J. Fin. 569ff. (1972).

19 *Dornau*, Handelssysteme, S. 5; *Baum*, Technological Innovation, in *Kono/Paulus/Rajak*, Legal Issues, S. 99 (104).

20 Bereits in ihrem ATS-Concept Release teilte die SEC mit, dass ihr mehr als 140 Broker-Dealer mitgeteilt hätten, dass sie irgendeine Form von ATS betreiben würden, siehe *SEC*, Securities Exchange Act Release No 34-38672 (May 23, 1997), 62 FR 30485, 30489 Fn. 14 (Jun. 4, 1997).

21 Siehe *Deutsche Bank Research*, Economics, No 47, vom 11.01.2005, S. 7 (Angaben von Mai 2004).

22 *Deutsche Bank Research*, Economics, No 47, vom 11.01.2005, S. 7; Handelsblatt vom 26.04.2005, S. 20.

23 Siehe dazu <http://www.archipelago.com/inside/story.asp>.

24 ArcaEx Website: <http://www.arcaex.com>.

25 Siehe dazu <http://www.archipelago.com/inside/story.asp>.

26 Siehe dazu den Press Release „NYSE/Archipelago Merger Gains Final SEC Approval“ unter <http://investor.archipelago.com/phoenix.zhtml?c=140290&p=irol-newsArticle&ID=822979&highlight=>.

27 Zur Übernahme von Brut siehe *Deutsche Bank Research*, Economics, No 47, vom

Grundsätzlich sind alternative Handelssysteme private Unternehmen. Eigentümer von ATSS sind vor allem Broker und Investmentbanken, wie z. B. E*trade, Merrill Lynch und Goldman Sachs. Aber auch Investmentfonds, wie z. B. Fidelity, und Nachrichtengesellschaften, wie z. B. Bloomberg,²⁸ haben sich an ATSS beteiligt oder ihr eigenes Handelssystem gegründet.²⁹ Einige Unternehmen sind sogar an mehreren ATSS gleichzeitig beteiligt.³⁰ Sogar Börsen haben eigene ATSS errichtet.³¹

Viele ATSS – zumindest die komplexeren Systeme – bieten Dienstleistungen ähnlich einer Börse an und konkurrieren so mit den etablierten Börsen. Im Gegensatz zu den herkömmlichen Börsen bieten sie ihre Dienstleistungen jedoch nicht ihren Mitgliedern an, sondern verkaufen sie an ihre Kunden, um auf diese Weise Gewinne zu erzielen.³² Im Gegensatz zu Börsen besitzen die meisten ATSS keine eigenen Systeme zur nachfolgenden Abwicklung von Transaktionen.³³ Sie haben keine von der Börsenaufsicht genehmigte Börsenordnung, sondern schließen privatrechtliche Verträge mit ihren Kunden.³⁴ Kunden von ATSS waren zu Anfang und sind auch heute noch in der Regel

11.01.2005, S. 8; zur Übernahme von Inet am 08.12.2005 siehe <http://www.inetats.com/about/index.asp>.

28 Bloomberg ist der Betreiber von Tradebook. Tradebooks Website ist <http://www.bloombergtradebook.com>. Für eine Beschreibung von Tradebook siehe <http://about.bloomberg.com/pressctr/factsheets/tradebook.pdf>.

29 Vgl. auch *Gomber*, Elektronische Handelssysteme, S. 56; *Gruber/Grünbichler*, ÖBA 2000, 769 (771); *Neubauer*, Die Bank 2001, 104 (105); *Nyquist*, 13 Yale L. & Pol'y Rev. 281, 301 (1995).

30 Für eine Übersicht siehe *Prigge*, Recent Developments, in *Hopt/Wymeersch*, Capital Markets, S. 47 (60f.). Dass sich auch europäische Unternehmen für ATSS in den USA interessieren, zeigt das Beispiel der Banque Nationale des Paris, die 1999 als erstes europäisches Unternehmen bei Archipelago einstieg. Vgl. „Unit of BNP takes stake in an ECN“, Wall Street Journal vom 01. 12. 1999, S. 13.

31 Vgl. z. B. Eurex-Bonds, eine Handelsplattform der Eurex-Bonds GmbH, die ein Joint Venture der Eurex Frankfurt AG (ca. 70% Anteil) und verschiedener Banken ist. Die Eurex Frankfurt AG wiederum gehört über die Eurex Zürich AG mittelbar der Deutschen Börse AG und der Schweizer Börse, vgl. Eurex Bonds Brochure, Neue Ziele für Ihr Bond-Trading, vom 04.03.2005, abrufbar unter www.eurex-bonds.com → publications. Vgl. dazu auch *Prigge*, Recent Developments, in *Hopt/Wymeersch*, Capital Markets, S. 47 (58).

32 *Gomber*, Elektronische Handelssysteme, S. 60; *von Rosen*, ZfgKrW 1994, 1213 (1214); *Schuster/Rudolph*, Börsenlandschaft, in *Hummel/Breuer*, Hdb. Europäischer Kapitalmarkt, S. 371 (382).

33 *Schwark* in *Schwark*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Vorbem. §§ 58–60 BörsG, Rdn. 6.

34 *Dornau*, Handelssysteme, S. 3; *Neubauer*, Die Bank 2001, 104; *von Rosen*, ZfgKrW 1994, 1213 (1214).

institutionelle Anleger und Broker-Dealer.³⁵ Diese Marktteilnehmer schätzen vor allem die von ATSS ermöglichte Anonymität und damit einhergehend die Vereinfachung, große Orderpakete zu handeln.³⁶ Über die Verbindung von ATSS mit Online-Brokern können heute aber auch zunehmend Privatpersonen über ATSS handeln.³⁷

Neben multilateralen ATSS entstehen zunehmend auch so genannte Internalisierungssysteme, die von Universalbanken für den Handel ihrer Kunden,³⁸ aber auch von Börsen³⁹, betrieben werden. Diese bringen die ihnen von ihren Kunden erteilten (zum Teil auch von anderen Instituten zugeleiteten) Wertpapieraufträge weitgehend hausintern zum Ausgleich und leiten Aufträge lediglich an die Börse, wenn und soweit sie diese nicht selbst ausführen können.⁴⁰ Das Zusammenführen von Kundenorders, ohne diese an die Börse weiterleiten zu müssen, ist für Intermediäre deshalb von besonderem Interesse, weil sie mit Hilfe eigener Handelsplattformen den Wertpapierhandel günstiger anbieten und die Provisionen, die den Maklern an der Börse zufließen, zum Teil selbst vereinnahmen können.⁴¹ Bei entsprechendem Wettbewerb können die Anleger davon profitieren, wenn die eingesparten Kosten in Form niedrigerer Preise an sie weitergegeben werden, um von den Anlegern weitere Aufträge zu erhalten.⁴² Dies haben auch die Börsen erkannt und daher eigene Internalisierungssysteme errichtet.⁴³

35 Vgl. *Beny*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 399, 447; *Gomber*, Elektronische Handelssysteme, S. 56; *Nyquist*, 13 Yale L. & Pol'y Rev. 281, 301 (1995).

36 *Macey/O'Hara*, 28 J. Leg. Stud. 17, 44 (1999); *Dornau*, Handelssysteme S. 10; *Köndgen*, Mutmaßungen, in FS Lutter, S. 1401 (1406). Insbesondere in den USA war dies ein wichtiger Faktor für den Erfolg von ATSS.

37 *Dornau*, Handelssysteme, S. 10. Zum Interesse der Betreiber von Handelssystemen am Handel von Kleinanlegern *Neubauer*, Die Bank 2001, 104 (106f.).

38 Wie z. B. das Handelssystem PIP der Deutschen Bank. Siehe http://www.deutschebank.de/pbc/index_nachlader.html?/pbc/content/ser_inf_aktuellsubseite2.html. Siehe dazu auch *Schlüter*, Internalisierungssysteme, S. 8 ff.

39 Z. B. die Internalisierungssysteme Xetra-Best der Deutschen Börse AG und früher Best-Ex der Börse Berlin-Bremen. Krit. dazu *Schlüter*, Internalisierungssysteme, S. 13 ff.

40 Vgl. § 36 der Bedingungen für Geschäfte an der Börse Berlin-Bremen; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 17.122; *Schlüter*, Internalisierungssysteme, S. 5; *Balzer*, ZBB 2003, 177 (183); *Köndgen/Theissen*, WM 2003, 1497 (1503f.). Zur Internalisierung und damit einhergehende Risiken ausführlich *Euronext*, Internalisation; außerdem *BSK*, Empfehlungen, S. 12.

41 *Merkt*, 64. DJT, 2002, Gutachten G 46; *Wymeersch*, Revision of the ISD, Working Paper, S. 6; für Internalisierer *Schlüter*, Internalisierungssysteme, S. 5.

42 *Wymeersch*, Revision of the ISD, Working Paper, S. 7. So ist für die Internalisierung im Rahmen von Xetra-Best bestimmt, dass der Transaktionspreis für eine Kundenorder um mindestens ein Cent besser sein muss, als der entsprechende

II. Erscheinungsformen von außerbörslichen Wertpapierhandelssystemen (alternativen Handelssystemen, ATSs)

Alternative Handelssysteme können in drei größere Kategorien eingeteilt werden: multilaterale Handelssysteme, bilaterale Handelssysteme und sonstige Systeme, wie z. B. Insetatsysteme, auch Bulletin Boards genannt.⁴⁴ Im Gegensatz zu Insetatsystemen können die Marktteilnehmer bei bilateralen und multilateralen Handelssystemen Kauf- und Verkauforders in ein elektronisches Orderbuch eingeben.⁴⁵ In vielen Fällen können diese mit den verschiedensten Bedingungen, wie z. B. einer preislichen Limitierung oder einer erforderlichen Mindestgröße potentieller korrespondierender Orders oder Market Maker⁴⁶ Quotes, versehen werden. Die Orders werden dann automatisch mit übereinstimmenden Orders anderer Handelsteilnehmer zusammengeführt oder gegen von Market Makern gestellte Kursofferten bzw. Quotes ausgeführt.⁴⁷ Insetatsysteme funktionieren dagegen regelmäßig wie

Preis in Xetra. Vgl. § 46 Abs. 1 BörsenO der FWB; *Köndgen/Theissen*, WM 2003, 1497 (1504).

43 Vgl. Fn. 39.

44 *BSK*, Empfehlungen, S. 4ff.; vgl. auch *Cohn*, ZBB 2002, 365 (367f.); *Spindler*, WM 2002, 1325 (1327); *ders.*, Wertpapierhandelssysteme, in FS Druey, S. 923 (926). Für eine etwas andere Einteilung siehe *Gomber*, Elektronische Handelssysteme, S. 69ff.; *Schwark* in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Vorbem. §§ 58–60 BörsG, Rdn. 2ff. Zu den unterschiedlichen Systemen auch *BWA*, Positionspapier; *Domowitz*, Exchange, in Lo, Industrial Organization, S. 93 (96f.); *Macey/O'Hara*, 28 J. Legal Stud. 17, 19 (1999); *Nyquist*, 13 Yale L. & Pol'y Rev. 281, 301ff. (1995); für eine knappe Übersicht siehe *Baum*, Technological Innovation, in *Kono/Paulus/Rajak*, Legal Issues, S. 99 (106).

45 Ein Beispiel hierfür ist Inet.

46 Ein Market Maker ist ein Händler, der während der Geschäftszeit stets bereit ist, bestimmte Titel auf Anfrage zu einem von ihm genannten Kurs zu kaufen oder zu einem gleichzeitig von ihm genannten höheren Kurs zu verkaufen. Die beiden gleichzeitig genannten Kurse nennt man Preisspanne oder Quote. Vgl. *Schmidt/Schurig/Welcker* in *Bitz*, Bank und Börsenwesen, Band 1, S. 155f.; *Gruber/Grünbichler*, ÖBA 2000, 769 (770); *Mendelson/Peake*, 19 Iowa J. Corp. L. 443, 471 (1994). Die MiFID verwendet den Begriff Kursofferte, vgl. Art. 27 Abs. 1 Unterabs. 1 Satz 1 MiFID. Zum Market Maker *Stoll*, Economics, in *Parrillo/Hobbing/Porter/Gutman*, NASDAQ Handbook, S. 263ff.; *Mendelson/Peake*, 19 Iowa J. Corp. L. 443, 470ff. (1994); *Hielscher* in *Obst/Hinter*, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 1128 (1140); *Peiseler*, Börsencomputer-Systeme, S. 83ff. *Kress*, Kapitalmarktregulierung, S. 113ff.; *Gerke/Aignesberger*, ZfgKrW 1987, 1027 (1028).

47 *Dornau*, Handelssysteme, S. 5; SEC, Release No 34-40760 (Dec. 8, 1998), 63 FR 70844, 70852 (Dec. 22, 1998); *Matus*, 44 N.Y.L. Sch. L. Rev. 583, 587 (2001).

ein schwarzes Brett, über das Handelswünsche veröffentlicht werden, das diese Handelswünsche aber nicht selbst zusammenführt.

1. Multilaterale Handelssysteme

Multilaterale Handelssysteme bzw. Handelssysteme mit Marktplatzfunktion ermöglichen die Zusammenführung der Orders einer Vielzahl von – meist professionellen – Käufern und Verkäufern innerhalb des elektronischen Systems zu festgelegten Regeln mit dem Ergebnis eines unwiderruflichen Vertrages.⁴⁸ Zwar ist das Orderbuch vielfach – zumindest in begrenztem Umfang – einsehbar, doch wissen die Handelsteilnehmer oft nicht, wer der Kontrahent des Geschäfts ist.⁴⁹ Je nachdem ob eine Preisfeststellung erfolgt oder nicht, können multilaterale Handelssysteme in Systeme mit eigener Preisermittlung und preisimportierende Systeme, so genannte Crossing-Systeme, unterteilt werden.

a) Multilaterale Handelssysteme mit eigener Preisermittlung

Multilaterale Handelssysteme mit eigener Preisermittlung lassen sich in ordergetriebene und quotegetriebene Handelssysteme unterteilen.⁵⁰ Ordergetriebene Systeme basieren auf der Idee, dass die Preise den Orders folgen.⁵¹ Die Anleger geben zuerst ihre Orders auf und dann bilden sich im Rahmen der Zusammenführung der Orders die Preise. Die Anleger handeln – in der Regel über ihre Intermediäre – miteinander.⁵² Die Rolle von Dritten, wie z. B. Skontroführern, beschränkt sich darauf, Ungleichgewichte beim Orderfluss auszugleichen und dadurch den Preis zu stabilisieren.⁵³ Ordergetriebene

48 BSK, Empfehlungen, S. 4; Cohn, ZBB 2002, 365 (367f.); vgl. auch Balzer, Anleger- und Funktionenschutz, in Witt u. a., Jb.J.ZivRWiss 2002, S. 93 (98).

49 BSK, Empfehlungen, S. 5.

50 Siehe zum Folgenden BSK, Empfehlungen, S. 4ff.

51 Madhavan, 47 J. Fin. 607 (1992); Rudolph/Röhr, Grundfragen, in Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, S. 143 (211); Korhonen, ATSS Concepts, Bank of Finland Discussion Papers, 24/2001, S. 14.

52 Beny, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 399, 407; Gomber, Elektronische Handelssysteme, S. 21; Gruber/Grünbichler, ÖBA 2000, 769 (770); Shapiro, Auction Market Trading, in: Lehn/Kamphuis, U.S. Securities Regulation, S. 429 (430); Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 113; Schwark, WM 1997, 293 (302f.). Zur Vorteilhaftigkeit von Auktionsmärkten Cohen/Schwartz, Electronic Call Market, in Lucas/Schwartz, Challenge, S. 15 (23ff.).

53 Shapiro, Auction Market Trading, in Lehn/Kamphuis, U.S. Securities Regulation, S. 429 (432). Zur Rolle der Specialists Macey/Kanda, 75 Cornell L. Rev. 1007, 1026ff, insb. 1028 (1990).

Systeme lassen sich in solche mit kontinuierlichem Handel und in solche mit Auktionen unterteilen.⁵⁴ Bei ordergetriebenen Systemen mit Auktionen⁵⁵ (auch periodischer Handel oder „call market“ genannt) werden die Orders über einen längeren Zeitraum gesammelt und dann zu bestimmten Zeitpunkten während des Handelstages alle auf einmal zusammengeführt und ein gemeinsamer Preis ermittelt, zu dem die meisten Orders ausgeführt werden können.⁵⁶ Die Einheitskursfeststellung findet somit multilateral statt.⁵⁷

Beim kontinuierlichen Handel⁵⁸ wird im Gegensatz zum periodischen Handel während des Handelstages durchgehend gehandelt.⁵⁹ Der Handel

54 *Gomber*, Elektronische Handelssysteme, S. 21; *Madhavan*, 47 J. Fin. 607, 608f. (1992). Zu einer ökonomischen Bewertung der verschiedenen Auktionsverfahren siehe *Kress*, Kapitalmarktregulierung, S. 115f.; *Beny*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 339, 405ff.

55 Ordergetriebene Systeme mit Auktionen dienen der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in Wertpapieren zu bestimmten Zeitpunkten innerhalb eines elektronischen Systems durch den Systembetreiber in einer Auktion zu festgelegten Regeln mit dem Ergebnis eines unwiderruflichen Vertrages. Siehe *BSK*, Empfehlungen, S. 5. Ein Beispiel für einen Markt mit periodischem Handel ist die Arizona Stock Exchange. Von den ATSS verwenden z. B. OptiMark (bzw. die auf OptiMark basierende Plattformen) sowie Instinets Crossing Network und POSIT Call Auktionen, wobei letztere jedoch als Crossing-Systeme keine Preise bilden. Vgl. dazu *Schwartz*, Better Stock Market, S. 6.

56 *Korhonen*, ATSS Concepts, Bank of Finland Discussion Papers, 24/2001, S. 14; *Domowitz*, Exchange, in *Lo*, Industrial Organization, S. 93 (97); *von Rosen*, ZfgKrW 1994, 1213 (1215); *Shapiro*, Auction Market Trading, in *Lehn/Kamphuis*, U.S. Securities Regulation, S. 429 (430). *Theissen*, Market Structure, S. 1. Für eine detaillierte Erläuterung des Ablaufs des periodischen Handels siehe *Schwartz*, Better Stock Market, S. 27ff. Zu den verschiedenen Arten von Call Märkten, wie z. B. „price scan auction“, „sealed bid/ask auction“ und „open order book auction“ vgl. *Economides/Schwartz*, 21 JPM, 10ff. (1995) und *Schwartz*, Better Stock Market, S. 7. Auch das Crossing Network ist eine Form des Call Marktes, bei dem jedoch der Marktpreis von einem anderen System bezogen wird.

57 *Madhavan*, 47 J. Fin. 607, 608 (1992); *Rudolph/Röhl*, Grundfragen, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, S. 143 (211).

58 Nach der Definition der BSK dienen ordergetriebene Systeme mit kontinuierlichem Handel der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in Form von Markt- und Limitorders in Wertpapieren in einem Orderbuch innerhalb eines elektronischen Systems durch den Systembetreiber zu festgelegten Regeln mit dem Ergebnis eines unwiderruflichen Vertrages. Siehe *BSK*, Empfehlungen, S. 4.

59 *Shapiro*, Auction Market Trading, in *Lehn/Kamphuis*, U.S. Securities Regulation, S. 429 (430).

läuft in einem – mehr oder weniger öffentlich einsehbaren – Orderbuch ab.⁶⁰ Sobald deckungsgleiche Orders vorliegen, werden diese automatisch zusammengeführt, wobei eine Order wegen unterschiedlicher Ordergrößen der beiden zusammengeführten Orders auch nur zum Teil ausgeführt werden kann. Im Gegensatz zu Handelssystemen mit Auktionen kommen die Transaktionen in aller Regel bilateral zustande.⁶¹ Einige Systeme benachrichtigen die beiden Parteien einer potentiellen Transaktion und eröffnen eine anonyme Verhandlungsrunde zwischen Käufer und Verkäufer, die diese in die Lage versetzt, über das Volumen etc. zu verhandeln und so die Transaktion durchzuführen.⁶² Können die Aufträge nicht zum Ausgleich gebracht werden, werden sie an Börsen oder andere ATs, mit denen eine Kooperation besteht, für eine kurze Zeitspanne weitergereicht.⁶³

Quotegetriebene Systeme, wie z. B. Quotrix,⁶⁴ zeigen von Market Makern angebotene Preise und Mengen an und ermöglichen die automatische Ausführung von Orders gegen solche Angebote.⁶⁵ Diese Systeme basieren auf der Idee, dass die Orders den Preisen folgen.⁶⁶ Kunden können entweder die Quotes akzeptieren und gegen sie handeln oder auf ihnen interessanter erscheinende Quotes warten. Im Gegensatz zu Auktionssystemen handeln Anleger in Market-Maker-Systemen nicht miteinander sondern immer mit

60 Ordergetriebene Systeme mit kontinuierlichem Handel dienen der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in Form von Markt- und Limitorders in Wertpapieren in einem Orderbuch innerhalb eines elektronischen Systems durch den Systembetreiber zu festgelegten Regeln mit dem Ergebnis eines unwiderruflichen Vertrages. Ein Beispiel dafür ist Instinet. Siehe *BSK*, Empfehlungen, S. 4.

61 *Rudolph/Röhr*, Grundfragen, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, S. 143 (211); *Madhavan*, 47 *J. Fin.* 607, 608 (1992); *Theissen*, Market Structure, S. 1.

62 *Korhonen*, ATs Concepts, Bank of Finland Discussion Papers, 24/2001, S. 15.

63 *Neubauer*, Die Bank 2001, 104 (105). Meist sind dies 90 Sekunden, vgl. *Becker/Angstadt*, Market 2000, in *Schwartz*, Global Equity Markets, S. 187 (196); *Hasbrouck*, Trade, in *Schwartz*, Global Equity Markets, S. 218 (219).

64 Eine kurze Übersicht über Quotrix gibt *Baum*, Technological Innovation, in *Kono/Paulus/Rajak*, Legal Issues, S. 99 (108).

65 Quotegetriebene Systeme ermöglichen den Handel in Wertpapieren ausschließlich über mehrere Market Maker je nach Wertpapier innerhalb eines elektronischen Systems zu den vom Market Maker nach festgelegten Regeln gesetzten Preisen oder Mengen mit dem Ergebnis eines unwiderruflichen Vertrages. Ein Beispiel für ein quotegetriebenes Handelssystem ist die NASDAQ. Siehe *BSK*, Empfehlungen, S. 5.

66 *Korhonen*, ATs Concepts, Bank of Finland Discussion Papers, 24/2001, S. 15.

einem für eigene Rechnung handelnden Market Maker.⁶⁷ Eine zeitliche Differenzierung kennen Market-Maker-Systeme nicht, weil aufgrund der permanenten Kursstellungen der Market Maker kontinuierlich Transaktionen möglich sind.⁶⁸

b) Electronic Communication Networks

Strukturell gesehen bilden Electronic Communication Networks (ECNs) keine eigenständige Kategorie alternativer Handelsplattformen. Vielmehr sind sie ihrer Struktur nach zumeist multilaterale Handelssysteme.⁶⁹ Der Begriff des ECN wurde von der SEC 1997 in ihren Order Handling Rules für bestimmte Handelssysteme verwendet, für die diese Vorschriften gelten sollten.⁷⁰ Es handelte sich dabei um Handelssysteme, die die Orders ihrer Teilnehmer Dritten zugänglich machen und die volle oder teilweise Ausführung dieser Orders ermöglichen.⁷¹ Die Voraussetzungen, um als ECN im Sinne der Order Handling Rules eingestuft zu werden, sind (1) die kontinuierliche Verbreitung von Kursinformationen und (2) die (automatische) Zusammenführung von Aufträgen und die Ermöglichung von deren Ausführung.⁷²

67 *Christiel/Huang*, 3 J. Fin. Intermediation 300, 304 (1994); *Poser*, 22 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 497, 519ff. (2001); *Shapiro*, Auction Market Trading, in Lehn/Kamphuis, U.S. Securities Regulation, S. 429.

68 Market-Maker-Systeme sind lockerer organisiert als Auktionsmärkte. Im Gegensatz zu Auktionsmärkten, wo in der Regel verbindlich festgelegt ist, welcher „Specialist“ bzw. Skontoführer für welches Wertpapier zuständig ist, können Market Maker relativ frei wählen, für welche Wertpapiere sie den Handel anbieten möchten. Vgl. *Beny*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 399, 408; *Christiel/Huang*, 3 J. Fin. Intermediation 300, 303 (1994).

69 *BSK*, Empfehlungen, S. 4.

70 SEC, Securities Exchange Act Release No 34-37619A (Sep. 6, 1996), 61 FR 48290 (Sep. 12, 1996).

71 *Korhonen*, ATs Concepts, Bank of Finland Discussion Papers, 24/2001, S. 16, *Chtaneva*, 17 Bank. & Fin. L. Rev. 341, 344 (2002).

72 17 C.F.R. § 240.11Ac1-1 (a)(8); SEC, Securities Exchange Act Release No 34-37619A (Sep. 6, 1996), 61 FR 48290, 48313, 48328 (Sep. 12, 1996); vgl. dazu *Schuster/Rudolph*, Börsenlandschaft, in Hummel/Breuer, Hdb. Europäischer Kapitalmarkt, S. 371 (382).

c) Handelssysteme ohne eigene Preisermittlung (Crossing-Systeme)

Crossing-Systeme,⁷³ wie z. B. POSIT,⁷⁴ erlauben Anlegern die Eingabe von ungepreisten bzw. unlimitierten Orders. Diese werden dann zu bestimmten Terminen durch den Systembetreiber mit korrespondierenden Orders anderer Marktteilnehmer zu einem Preis zusammengeführt, den das System von einem anderen Markt bezieht und der als der zu diesem Zeitpunkt aktuelle „Marktpreis“ anzusehen ist.⁷⁵ Bei Crossing-Systemen werden somit keine eigenen Preise festgestellt. Als Preis wird entweder derjenige Preis importiert, der zum Zeitpunkt des Preisimports in der Mitte zwischen dem höchsten Kauf- und dem niedrigsten Verkaufsgebot auf dem Referenzmarkt liegt oder die Schlussnotierung auf dem Referenzmarkt darstellt.⁷⁶

Die von einem Kunden ins System eingegebenen Mengen sind für die anderen Marktteilnehmer nicht einzusehen.⁷⁷ Dadurch bleibt der Marktpreis auch bei nicht vollständig ausgeführten Großaufträgen unbeeinflusst. Zu den Nutzern dieser Systeme gehören z. B. Handelsteilnehmer, die indexorientiert handeln, d. h. mit ihrem Portefeuille einen bestimmten Index nachzubilden versuchen.⁷⁸ Da sie den Index nur abbilden wollen, sind sie daran interessiert, die Kosten des Preisfeststellungsprozesses zu vermeiden. Auch für institutionelle Anleger, die fürchten müssen, dass sich der Preis allein wegen der Größe ihrer Order negativ auswirkt (so genannter Market Im-

73 Crossing-Systeme dienen der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in Wertpapieren innerhalb eines elektronischen Systems durch den Systembetreiber zu Preisen, die nach festgelegten Regeln auf Basis anderer Märkte ermittelt wurden, zu bestimmten Terminen mit dem Ergebnis eines unwiderruflichen Vertrages. Siehe *BSK, Empfehlungen*, S. 5. Zu Crossing-Systemen eingehend *Cohen*, 4 *Stan. J. L. Bus. & Fin.* 1, 10 (1999).

74 POSITs Website ist <http://www.itginc.com>.

75 *BSK, Empfehlungen*, S. 5; *Dornau, Handelssysteme*, S. 6; *Macey/O'Hara*, 28 *J. Leg. Stud.* 17, 46 Fn. 62 (1999); *Nyquist*, 13 *Yale L. & Pol'y Rev.* 281, 303 (1995); *Domowitz, Exchange*, in *Lo, Industrial Organization*, S. 93 (96f.); *von Rosen*, *ZfgKrW* 1994, 1213 (1215), der diese Systeme allerdings Matching-Systeme nennt; *Schuster/Rudolph, Börsenlandschaft*, in *Hummel/Breuer, Hdb. Europäischer Kapitalmarkt*, S. 371 (381). Zu Crossing-Systemen auch *Korhonen*, *ATSS Concepts, Bank of Finland Discussion Papers*, 24/2001, S. 15.

76 *Dornau, Handelssysteme*, S. 4ff.; *Matus*, 44 *N.Y.L. Sch. L. Rev.* 583, 586 (2001).

77 *Schuster/Rudolph, Börsenlandschaft*, in *Hummel/Breuer, Hdb. Europäischer Kapitalmarkt*, S. 371 (381).

78 *SEC, Market 2000 Report: Study III, Market Fragmentation* (Jan. 1994), 1994 *SEC Lexis* 134, S. 9.

pact)⁷⁹, ist der Handel über Crossing-Systeme vorteilhaft, da diese Gefahr dort minimiert werden kann.⁸⁰

d) Hybride Systeme

Schließlich gibt es noch hybride Systeme, die Auktionen, kontinuierlichen Handel, Elemente des Market Making und das Crossing miteinander kombinieren.⁸¹

2. Bilaterale Handelssysteme/Internalisierer

Kontrahentensysteme oder auch bilaterale Handelssysteme,⁸² wie z. B. Citicats-OS, zeichnen sich dadurch aus, dass die Gegenpartei jedes Kaufs und Verkaufs immer der gleiche Anbieter ist, in der Regel das Emissionshaus.⁸³ Sie führen dagegen nicht das Angebot und die Nachfrage von mehreren Marktteilnehmern untereinander zusammen. Eine besondere Form bilateraler Systeme sind die oben erwähnten Internalisierungssysteme. Bilaterale Systeme lassen sich unterteilen in Kontrahentensysteme mit Market Makern und Kontrahentensysteme mit festen Regeln zur Preisstellung. Bei Kontrahentensystemen mit Market Makern, wie z. B. Citicats-OS erfolgt der An- und Verkauf von Wertpapieren zu den vom Market Maker gesetzten Preisen oder Mengen.⁸⁴ Bei Kontrahentensystemen mit festen Regeln zur Preisstellung, wie z. B. Quotrix – sofern nur ein Market Maker agiert –, stellt der Anbieter dagegen die von ihm gesetzten Angebotspreise oder -mengen, zu denen die Transaktion mit dem Anbieter stattfindet, nach festen Regeln auf.⁸⁵ Da bei diesen Systemen nicht das Angebot und die Nachfrage von vielen Marktteilnehmern zusammengeführt werden, fehlt es an einer Marktplatzfunktion.⁸⁶

79 Zum Market Impact siehe unten 1. Teil: 1. Kapitel: V. 1. a.

80 *Schuster/Rudolph*, Börsenlandschaft, in *Hummel/Breuer*, Hdb. Europäischer Kapitalmarkt, S. 371 (381).

81 *BSK*, Empfehlungen, S. 6.

82 Zum Begriff „Kontrahentensystem“ vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 17.121.

83 Siehe *BSK*, Empfehlungen, S. 12; *Cohn*, ZBB 2002, 365 (368); *Dornau*, Alternative Handelssysteme, S. 22; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 17.120.

84 *BSK*, Empfehlungen, S. 6.

85 *BSK*, Empfehlungen, S. 6f. Zu Quotrix siehe <http://www.quotrix.com>.

86 *BSK*, Empfehlungen, S. 6.

Die in bilateralen Systemen geschlossenen Geschäfte können je nach Ausgestaltung als Festpreisgeschäfte oder als Kommissionsgeschäfte mit Selbsteintritt qualifiziert werden.⁸⁷ Letzteres ist der Fall, wenn der Kundenauftrag im Wege des Eigenhandels gegen den eigenen Handelsbestand ausgeführt wird.⁸⁸ Um ein Festpreisgeschäft handelt es sich dagegen, wenn der Anbieter jeweils im bilateralen Verhältnis Preise für den Kauf und Verkauf der in das System einbezogenen Wertpapiere stellt und sodann der Kunde durch Ausfüllen eines elektronischen Formulars auf der Grundlage dieses Preisangebots dem Anbieter den Abschluss eines Kauf- bzw. Verkaufsgeschäftes anträgt, das dieser wiederum annimmt.⁸⁹

3. Inseratsysteme bzw. Bulletin Boards

Inseratsysteme oder auch Bulletin Boards, wie z. B. emissionsmarktplatz.de⁹⁰ oder das früher existierende System der Spring Street Brewing Company,⁹¹ funktionieren wie ein elektronisches schwarzes Brett.⁹² Der Betreiber eines Inseratsystems stellt einen „Raum“, meist eine Internetwebsite, zur Verfügung, wo Interessenten ihre Handelswünsche je nach Inseratsystem teils verbindlich, teils unverbindlich öffentlich abgeben können.⁹³ Inseratsysteme werden zumeist von Emittenten betrieben, um die Liquidität ihrer (oft wenig

87 Gemäß §§ 383, 400 HGB. Vgl. *Mülbert*, Transparenzregeln, Arbeitspapiere 2003, S. 13f.

88 *Mülbert*, Transparenzregeln, Arbeitspapiere 2003, S. 13.

89 *BSK*, Empfehlungen, S. 12. Vgl. dazu Nr. 9 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte.

90 Siehe <http://www.emissionsmarktplatz.de>.

91 Für eine Beschreibung der Plattform der Spring Street Brewing Company siehe *Gavis*, 52 *Bus. Law.* 317, 337f. (1996); zur rechtlichen Behandlung der Spring Street Brewing Company und ihres Systems *Gallagher*, 47 *Cath. U.L. Rev.* 1009, 1028ff. (1998).

92 Vgl. *Stolz/Schmitz-Esser*, Die Bank 1997, 297 (299); *Balzer*, Anleger- und Funktionenschutz, in *Witt u. a.*, *Jb.J.ZivRWiss* 2002, S. 93 (97). Zu Inseratsystemen ausführlich *Cohen*, 4 *Stan. J. L. Bus. & Fin.* 1, 7ff. (1999). Aktive Inseratsysteme dienen der Veröffentlichung verbindlicher Angebote über den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, auf welche die Marktteilnehmer innerhalb des elektronischen Systems unmittelbar zu zuvor festgelegten Bedingungen mit dem Ergebnis eines unwiderruflichen Vertrages, zugreifen können, wie z. B. Tradecross. Vgl. dazu *BSK*, Empfehlungen, S. 5f. Tradecross Website ist www.tradecross.de

93 *BWA*, Positionspapier, S. 4; *Matus*, 44 *N.Y.L. Sch. L. Rev.* 583, 586 (2001).

gehandelten) Wertpapiere zu erhöhen.⁹⁴ In der Regel erhält der Betreiber dafür keine Provision.⁹⁵

Inseratsysteme können in aktive, teilaktive und passive Inseratsysteme unterteilt werden.⁹⁶ In passiven Inseratsystemen veröffentlichen die am Handel Interessierten unverbindliche An- und Verkaufsangebote. Dabei muss der Inserent alle wichtigen Kontaktinformationen angeben, da das System keinen Kontakt vermittelt. Interessenten können den jeweiligen Inserenten ansprechen und mit ihm über das Angebot verhandeln. Die Kontaktaufnahme, die Verhandlungen und der Geschäftsabschluss finden außerhalb des Systems und ohne weitere Mitwirkung des Systems statt.⁹⁷ Gehandelt wird zwischen den Parteien direkt⁹⁸ bzw. unter Einschaltung eines unabhängigen Intermediärs.⁹⁹ Der Vertragsabschluss findet somit außerhalb des Inseratsystems statt.¹⁰⁰

Auch bei teilaktiven Inseratsystemen werden unverbindliche Angebote veröffentlicht, und erfolgen die Verhandlungen zwischen den Parteien und der Vertragsabschluss außerhalb des Systems.¹⁰¹ Allerdings vermittelt bei diesen der Betreiber des Inseratsystems den Kontakt zwischen den Parteien. Das System verwaltet die Kommunikationsdaten und vermittelt auf Anfrage einem Interessenten die Kontaktadresse des Anbieters. Ein Kontakt zwischen den Parteien kommt daher nur unter Mitwirkung des Systems zustande.¹⁰²

Bei aktiven Inseratsystemen werden dagegen verbindliche Angebote über den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten veröffentlicht.¹⁰³ Die Marktteilnehmer können unmittelbar auf diese Angebote zugreifen. Das System ist in der Regel so programmiert, dass es für den Anbietenden das Einverständnis mit dem Geschäft zu den zuvor festgelegten Bedingungen

94 *Cohen*, 4 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1, 7 (1999); *Matus*, 44 N.Y.L. Sch. L. Rev. 583, 586 (2001).

95 *Cohen*, 4 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1, 8 (1999).

96 *BWA*, Positionspapier, S. 4f.

97 *BWA*, Positionspapier, S. 4.

98 *BWA*, Positionspapier, S. 4. Eingehend *Cohen*, 4 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1, 7f. (1999).

99 *Cohen*, 4 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1, 8 (1999); *Matus*, 44 N.Y.L. Sch. L. Rev. 583, 586 (2001).

100 *Fippinger*, Securities Law, § 10:6.2 [C].

101 *BWA*, Positionspapier, S. 4.

102 *BWA*, Positionspapier, S. 4.

103 *BSK*, Empfehlungen, S. 5f. Auch Hit-or-Take-Systeme oder Hit-and-Take-Systeme genannt. Vgl. dazu *Spindler*, WM 2002, 1325 (1327); *Florian*, Wertpapierhandel, S. 261.

erklärt. Der Systembetreiber handelt also als dessen Vertreter.¹⁰⁴ Damit werden in solchen Handelssystemen, anders als an der Börse, nicht zwei unabhängige Handelswünsche zusammengeführt, vielmehr sucht sich der Interessent ein spezielles Angebot aus, das er dann annimmt.

III. Die Vorteile von alternativen Handelssystemen

Alternative Handelssysteme waren in den USA deshalb besonders erfolgreich, weil der Technologisierungsgrad der dortigen Börsen gering und deren Dienstleistungsangebot vergleichsweise eingeschränkt war. So hatten sich z. B. institutionelle Anleger in den USA darüber beklagt, dass bei einer Transaktion an der NYSE eine Vielzahl von Intermediären involviert ist.¹⁰⁵ Zum einen mussten diese bezahlt werden, zum anderen führte ihre Beteiligung zu einem vergleichsweise hohen Zeitaufwand bei Transaktionen. Außerdem mussten die Investoren befürchten, dass sie nicht anonym bleiben und ihnen in der Zeit, während der die Transaktion vorbereitet und durchgeführt wurde, andere Anleger aufgrund durchgesickerter Informationen zuvorkommen konnten.¹⁰⁶ In Deutschland und Europa wiesen und weisen die Börsen dagegen einen höheren Technologisierungsgrad auf, so dass hier der Markteintritt für alternative Handelssysteme in vielen Fällen schwieriger war und ist.

1. Geringe Kosten für Transaktionen

Ein wichtiger Faktor bei der Wahl eines alternativen Handelssystems für die Orderausführung sind die regelmäßig geringeren Kosten, die bei einer Transaktion über ein solches Handelssystem anfallen.¹⁰⁷ Insbesondere der hohe

104 *BWA*, Positionspapier, S. 5. Zu rechtlichen Einordnung siehe ausführlich unten 4. Teil: 2. Kapitel: I. 1. b.

105 Zu diesen Intermediären gehören so genannte „sales traders“, „position traders“, „floor brokers“ und „NYSE specialists“.

106 *Schwartz*, *Better Stock Market*, S. 19.

107 *Deutsche Bank Research*, *Economics*, No. 47, S. 3. *Baum*, *EBOR* 2004, 677 (684); *Collins*, *2002 Law & Pol'y Int'l Bus.* 481, 482; *Chtaneva*, *17 Bank. & Fin. L. Rev.* 341, 348 (2002); *Balzer*, *Anleger- und Funktionenschutz*, in *Witt u. a.*, *Jb.J.ZivRWiss* 2002, S. 93 (95); *Borrelli*, *32 Loy. U. Chi. L.J.* 815 859 (2001); *Gruber/Grünbichler*, *ÖBA* 2000, 769 (770); *Baum*, *Technological Innovation*, in *Kono/Paulus/Rajak*, *Legal Issues*, S. 99 (105); *Linden*, *Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*, Working Paper, S. 5; *Schwark*, *WM* 1997, 293 (299).

Technologisierungsgang von ATSS ermöglicht ihnen im Vergleich zu Präsenzbörsen eine drastische Reduzierung der Transaktionskosten.¹⁰⁸ Da ATSS ihren Kunden regelmäßig einen direkten Zugang zu ihrer Handelsplattform gewähren, entfällt für diese die Einschaltung von Zugangsintermediären. Darüber hinaus erfolgt auch das Matching von Orders ohne Intermediäre, da kongruente Kauf- und Verkaufsaufträge im Handelssystem automatisch zusammengeführt werden.¹⁰⁹

Ein weiterer Kostenfaktor, der insbesondere an der NASDAQ übliche Spread, der Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufskurs (Geld/Brief-Spanne oder Bid/Ask-Spread), entfällt bei ATSS oder ist deutlich geringer.¹¹⁰ So waren ATSS in den USA Vorreiter für eine präzisere Orderlimitierung. Während z. B. die NASDAQ bis vor wenigen Jahren – vor der Einführung des metrischen Systems im Jahre 2001¹¹¹ – nur ein Minimum-Ticksizes bei Spreads von 1/16 ermöglichte, verringerten ATSS diesen auf bis zu 1/256.¹¹² Wenn Orders von ATSS an das NASDAQ System weitergeleitet wurden, wurden diese auf 1/16tel gerundet. Dabei war zu beobachten, dass ATSS deutlich häufiger Quotes in so genannten Odd-Sixteenths (\$ 1/16, \$ 3/16, ...) in das NASDAQ System einstellten als herkömmliche Broker-Dealer, so dass

Zur Reduktion von Transaktionskosten im Zusammenhang mit Computerhandelssystemen und damit zusammenhängenden positiven Folgeeffekten siehe *Gerke*, DBW 53 (1993), 725 (732ff.).

108 Vgl. dazu *Ferrarini*, Exchange Governance, in *Ferrarini*, European Securities Markets, S. 245 (247).

109 SEC, Securities Exchange Act Release No 34-38672 (May 23, 1997), 62 FR 30485, 30489 (4. Jun. 1997); vgl. auch *Chtaneva*, 17 Bank. & Fin. L. Rev. 341, 348 (2002); *Pfüller/Westerwelle*, Wertpapierhandel, in *Hoeren/Sieber*, Hdb. Multimedia-Recht, Kap. 13.7, Rdn. 147.

110 *Dornau*, Handelssysteme, S. 11. Für eine Untersuchung des Spreads an der NASDAQ vgl. nur *Bessembinder*, 34 J. Fin. & Quant. Anal. 387ff., insb. 405 (1999). Danach belief sich der gewichtete Durchschnitt der an der NASDAQ gestellten Bid/Ask-Spreads im zweiten Halbjahr 1997 auf 1,03%, der durchschnittlich realisierte Spread auf 0,34%. Bei einem Aktienkurs von US-\$ 50 errechnete sich somit eine Differenz zwischen An- und Verkauf von ca. \$ 0,50 bzw. \$ 0,17 Cents pro Aktie. Dagegen fielen selbst bei den teuersten ATSS für An- und Verkauf pro Aktie nur maximal \$ 0,10 an. Vgl. hierzu *Dornau*, Handelssysteme, S. 12f. Der Bid/Ask-Spread oder die Geld/Brief-Spanne stellt den Gewinn bzw. die Vergütung der Market Maker dar. Dazu *Schizer*, 101 Yale L. J. 1551, 1554 (1992).

111 Siehe dazu *NASDAQ*, The Initial Impact of Nasdaq Decimalization, im Internet unter <http://www.nasdaqtrader.com/trader/hotttopics/decimalization/finaldecimalizationstudy.pdf>.

112 *Dornau*, Handelssysteme, S. 14.