

Internalisierungssysteme im Wertpapierhandel und Börsenrecht

1. Einleitung

a) **Systemwettbewerb.** Im Zuge der viel zitierten Globalisierung des Wertpapierhandels¹ und seiner fortschreitenden Technisierung (I & K-Technologie)² sind neben den traditionellen Präsenzbörsen weltweit zahlreiche elektronische Handelssysteme entstanden. Sie sind teilweise integriert in genehmigte und überwachte Börsen³, teils stellen sie als börsenähnliche Handelssysteme⁴ (neuerdings Multilateral Trading Facilities, MTF, genannt⁵) Plattformen für den außerbörslichen Handel dar. Die zuvor auf zahlreiche Präsenzbörsen aufgesplitterten Wertpapiermärkte haben sich durch das

¹ Sie zeigt sich im Marktverhalten der institutionellen Investoren ebenso wie in den Anlageangeboten der Börsenmärkte. Das Kapital der institutionellen Anleger sucht unter dem Performancedruck der konkurrierenden Institute weltweit nach den besten Anlagemöglichkeiten. Aktien- und Rentenfonds sind in allen Mischformen und nationalen sowie internationalen Spezialisierungen auf den Märkten vorhanden. Auch das private Anlegerpublikum sucht nach Anlagemöglichkeiten in Auslandswerten. Eine Zeit lang waren dies die Emerging Markets der Schwellenländer, danach die High-Tech-, Bio-Tech- und Media-Werte der hochentwickelten Industrieländer (New economy). Dementsprechend hat sich schon vor Jahren die Nachfrage beispielsweise nach NASDAQ-Titeln und fernöstlichen Werten in Deutschland verstärkt. Dies hat zu einer Welle von Neueinführungen dieser Papiere vorzugsweise in den Freiverkehr der Regionalbörsen geführt und deren Marktstellung gefestigt. Die Zahl der gelisteten ausländischen Gesellschaften stieg an allen Börsenplätzen der Welt rapide an (*Schlüter*, Börsenhandelsrecht, A. IV. 2.).

² Die durch elektronische Medien zunächst geschaffene Transparenz der Preisinformation führte zum bildschirmunterstützten Parkett- und Telefonhandel (IBIS I und BIFOS in Deutschland, SEAQ an der London Stock Exchange). Es folgten elektronische Orderübertragungssysteme (Dot und Super-Dot an der New York Stock Exchange, BOSS-CUBE an der Frankfurter Wertpapierbörse) und – abwicklungssysteme (FORES in Tokyo, BOEGA an der Frankfurter Wertpapierbörse). Vollelektronische Computerbörsen mit automatischem Matching der eingegebenen Orders wurden bereits in der 80er-Jahren entwickelt und eingesetzt (CORES in Japan für den Handel außerhalb des Parketts, Instinet als proprietäres System, CAC und später SuperCAC an der Pariser Börse, SOFFEX in der Schweiz, IBIS II in Deutschland, die Deutsche Terminbörse und XETRA an der Frankfurter Wertpapierbörse).

Die zunehmende Verbesserung der Informations- und Kommunikationssysteme unter den Börsenteilnehmern einerseits und zwischen diesen und dem Anlegerpublikum andererseits führte zu einer wachsenden Markttransparenz, zu einer Verringerung der Reaktionszeiten und der Arbitragemöglichkeiten.

³ Wie XETRA, SuperCAC, EBS.

⁴ Zu ihnen gehören die marktstarken Broker/Dealer Trading Systems bzw. Proprietary Trading Systems (PTS; anfänglich teilweise auch "MONSTER" genannt: Market-Oriented New Systems for Terrifying Exchange Regulators) in den USA.. Sie sind nicht als Börsen bei der SEC registriert, werden von privaten Marktteilnehmern, wie großen Investmenthäusern, getragen und sind Bildschirminformations- und meist auch – handelssysteme von ganz unterschiedlicher Ausgestaltung, wie etwa Instinet, Archipelago, Island, Brut, Delta, B-Trade, Strike, Lattice, CrossCom, Nex-Trade, Redibook, TradeLink, WASI, POSIT u.a.m.

⁵ Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften für eine Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und Geregelte Märkte vom 19.11.2002. Nach deren Art 3 Ziff. 1 (11) ist ein Multilaterales Handelssystem: "ein multilaterales System, das die Interessen multipler dritter Parteien am Kauf

Hinzutreten dieser Systeme zusätzlich fragmentiert. National und international stehen die Systeme und Teilmärkte in einem verschärften Leistungswettbewerb zueinander. Es geht dabei um Marktanteile, Liquidität, Qualität und Kosten des Handels und der Abwicklung.

Das von der Deutsche Börse AG getragene elektronische Wertpapierhandelssystem XETRA⁶ ist Teil der Frankfurter Wertpapierbörse, hat die größte Liquidität in den Dax-Werten auf sich gezogen⁷ und hat den Präsenzhandel in diesen Werten an allen deutschen Wertpapierbörsen weitestgehend verdrängt. Der Versuch einer Antwort der um ihre Existenz kämpfenden Regionalbörsen auf die zunehmende Zentralisierung des Handels in XETRA ist u.a. das Market-Maker-System QUOTRIX⁸ in Düsseldorf, das bisher allerdings kaum Liquidität anziehen konnte. Bereits nach kurzer Zeit gescheitert ist der Versuch der fusionierten Börse Berlin-Bremen mit der NASDAQ Deutschland⁹, einem Hybrid-System mit fraglichem Internalisierungscharakter, zusätzliche Umsätze zu generieren. Die Bayerische Börse in München versucht mit MAX ONE¹⁰ Umsatzanteile zu gewinnen: einem elektronischen System, in dem Specialists für sofortige Ausführung und Liquidität sorgen sollen. Der Anfangserfolg von Max One war ermutigend. Allein im Spezialbereich des Optionsscheinehandels konnte sich die Börse Stuttgart mit dem elektronischen EUWAX-System¹¹ gegen XETRA durchsetzen und eine vorrangige Marktstellung verschaffen.

Der zunehmende Wettbewerb der Systeme wird als Qualitäts- und Preiswettbewerb ausgetragen. Hohe Ausführungsqualität und niedriger Preis setzen dabei einen hinreichend hohen Order-Flow und eine hohe Marktliquidität voraus. Demgegenüber

bzw. Verkauf von Finanzinstrumenten zusammenführt. Dies muss im Rahmen des Systems und gemäß nichtdiskretionärer Regeln auf eine Art und Weise geschehen, die zu einem Vertrag führt.“

⁶ Exchange Electronic Trading; XETRA wurde im November 1997 an der FWB implementiert und seitdem in mehreren Ausbaustufen fortentwickelt. Systemeigentümerin ist die Trägerin der FWB, die Deutsche Börse AG (zum Marktmodell und Handel in XETRA s. *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, G. XI. 2. „XETRA-Handel“).

⁷ Derzeit liegt dieser Anteil bereits über 98 %.

⁸ QUOTRIX entstand im November 2001 durch Eingliederung der elektronischen Plattform von TradeLink in die Düsseldorfer Börse.

⁹ Die Nasdaq Deutschland war ein gemeinsames Projekt der Nasdaq Europe, der Börsen Bremen und Berlin und einiger Banken (Comdirekt, Commerzbank und Dresdner Bank), die aber keine ausreichende Liquidität auf das System bringen konnten, um gegenüber Xetra Marktanteile in den umsatzstarken Werten zu gewinnen.

¹⁰ In MAX ONE garantieren Spezialisten als Skontrofführer eine Bestausführung innerhalb eines vordefinierten Preiskorridors.

¹¹ EUWAX (European Warrant Exchange) wird von der Börse Stuttgart AG getragen und verwaltet. Der Freiverkehrsausschuss der Stuttgarter Börse organisiert den EUWAX-Handel dergestalt, dass Skontrofführer (Personal Order Guides) börsentäglich Einheitspreise für die einbezogenen Optionsscheine festsetzen, wobei deren Emittenten als Market Maker verbindliche Geld-Brief-Spannen (Quotes) nennen, um die Liquidität zu verbessern. Ein Limit-Control-System überprüft fortlaufend die Ausführbarkeit der Orders auf Grund der eingestellten Quotes.

bewirkt der Wettbewerb der vielfältigen Systeme zunächst eine Fragmentierung der Wertpapiermärkte und damit eine Einschränkung der Liquidität der Teilmärkte.

b) Bedeutung der Marktliquidität. Die Bedeutung der Liquidität eines börslichen Marktes folgt aus der Zentralisierungsfunktion der Börse und kennzeichnet ihre Markteffizienz schlechthin. Sie ist ihre vorrangige und wesentlichste Eigenschaft. Konkret bezeichnet sie die Möglichkeit der Marktteilnehmer, ein Wertpapier sofort und ohne nennenswerte Aufschläge auf den marktgerechten Kurs kaufen bzw. ohne entsprechende Abschläge verkaufen zu können. Hohe Liquidität sorgt daher für niedrige Preisspannen der Market-Maker und Designated Sponsors und für enge Preisstellungen bei den Skontroführern, also für bessere Preisqualität. Ein tendenziell niedriger Spread setzt eine große Anzahl von unlimitierten und marktnah limitierten Orders – also Marktbreite –, aber auch ein großes Volumen an Orders voraus – und damit Markttiefe. Hinzu kommen muss eine gewisse Stetigkeit des Orderflusses¹².

Nur auf liquiden und tiefen Märkten können auch größere Orders ohne das Auftreten eines nennenswerten market impact ausgeführt werden; weniger liquide Märkte sind tendenziell volatil als liquide Märkte.

Von dem Erfüllungsgrad der Liquiditätsanforderung hängt auch die Allokationseffizienz¹³ der Börsen ab und damit ihre Fähigkeit, die Volkswirtschaft mit Risikokapital zu versorgen.

¹²Die (teilweise interdependenten) Liquiditätsmerkmale der Sofortigkeit, der Markttiefe und –breite und der Erneuerungskraft sind – bei aller Unterschiedlichkeit der subjektiven Einschätzung vorhandener Liquidität durch die Marktteilnehmer – in der bank- und börsenbetriebswirtschaftlichen Literatur doch verbreitet anerkannte Meßgrößen (vgl. *Rudolph/Röhrig* in: Hopt/Baum/Rudolph, Gutachten zur Börsenreform, S. 165, 166).

¹³ Die wesentliche volkswirtschaftliche Bedeutung der Börsen liegt in ihrem wichtigen Beitrag zur Kapitalallokation (siehe dazu *Kümpel*, WM 1992, 381 ff 383; *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, G. I. 1.) . Die Unternehmen der Privatwirtschaft und der Staat (als Hoheitsträger und als Fiskus) haben fortlaufend hohen Kapitalbedarf zur Erfüllung von Investitions- und Verwaltungsaufgaben. Sie bieten Unternehmensbeteiligungen und verzinsliche Schuldverschreibungen im Gegenzug für die langfristige Überlassung von Kapital an. Sie emittieren diese Titel am sog. Primärmarkt. Private und institutionelle Anleger (wie Investmentgesellschaften, Versicherungen, Banken) suchen nach Anlagemöglichkeiten mit unterschiedlichen Risiken und Fristen. Sie treten als Zeichner am Emissionsmarkt auf - meist ohne die Bereitschaft zu gleichermaßen langfristiger Kapitalüberlassung an den Emittenten.

Börsen stellen einen Marktplatz für emittierte Finanzinstrumente zur Verfügung und ermöglichen dadurch die jederzeitige Liquidierbarkeit der Anlage, ohne dem Emittenten das Kapital wieder zu entziehen. Aus der Sicht der Emittenten sind die Börsen damit Sekundärmärkte, auf denen sich die Ersetzung des ersten Kapitalgebers durch die nachfolgenden vollzieht.

Wirtschaftlich gesehen werden auf diese Weise Fristen, Risiken und Losgrößen transformiert. Die langfristige oder dauerhafte Kapitalüberlassung wird durch eine Kette unterschiedlicher Fristigkeiten ersetzt (*Gerke*, Gutachten zur Fortentwicklung des deutschen Börsenwesens, S. 1, 3) . Unternehmensrisiken werden in kleine handelbare Teilgrößen zerlegt und von einzelnen oder wenigen Inhabern und Anteilseignern auf ein breites Anlegerpublikum gestreut.

Auf diese Weise wird nicht nur der Eigenkapitalbedarf weiter Teile der Großindustrie, des Staates und zunehmend auch der mittelständischen Unternehmen befriedigt; es wird auch die Beteiligung breiter Bevölkerungsschichten am Produktivvermögen gefördert.

Um diese wichtigen Ziele und Funktionen der Börsen möglichst angemessen zu berücksichtigen, ordnet § 22 BörsG (n.F.) zwar keinen Liquiditätssichernden Börsenzwang, wohl aber einen Vorrang der Ausführung von Anlegerorders in börsenzugelassenen Werten über die Börsen an.

In dem zentralistisch strukturierten Frankreich ist dieses Problem bekanntlich durch die Einführung eines weitgehenden Börsenzwangs („marché concentré“)¹⁴ und durch die Abschaffung der Mehrfachnotiz und Aufhebung der Selbstständigkeit der Regionalbörsen¹⁵ gelöst worden. Der gesamte Wertpapierhandel ist dort inzwischen hochkonzentriert und voll elektronisiert an der EuroNext etabliert. Die Marktliquidität ist damit optimiert, der Wettbewerb der Systeme mit seinen leistungsstimulierenden und preissenkenden Effekten allerdings weitgehend ausgeschaltet.

c) Internalisierung. In Deutschland haben wir es traditionell mit fragmentierten Wertpapiermärkten von nur partiell hoher Liquidität zu tun. Daher die große Abhängigkeit von den Aktienmärkten in den USA. Hohe Liquidität besteht praktisch nur in den DAX-30-Werten, und dort nur im Handel auf XETRA, nicht im Präsenzhandel. Wegen der nur allmählich wieder abnehmenden Abstinenz der Privatanleger an den Aktienmärkten im allgemeinen und in den Auslands- und anderen Neben- und Spezialwerten im besonderen tritt die Liquiditätsschwäche aktuell wieder besonders deutlich in Erscheinung.

Diese Schwäche, wirklich tiefe und breite Börsenmärkte darzustellen, ist in jüngster Vergangenheit nun durch Maßnahmen zur Internalisierung des Ordergeschäfts durch große Banken und Brokerhäuser, aber auch durch die Börsen selbst, verstärkt worden. Die Orderinternalisierung stellt damit die größte Herausforderung für die Börsenmärkte seit langem dar.

Die Börsen halten zu diesen Zwecken liquide Märkte mit organisierten und überwachten Preisbildungsverfahren und niedrigen Transaktionskosten bereit.

¹⁴ Das gesetzliche Verbot des außerbörslichen Handels von Wertpapieren aus dem Jahre 1942 wurde in Frankreich bis heute beibehalten. Eine Ausnahme bildet der *Marché hors cote*, ein nicht regulierter Markt, auf dem kleine und junge Unternehmen gehandelt werden (*Pense/Puttfarken*, in: *Hopt/Baum/Rudolph*, Gutachten zur Börsenreform, S F-45).

¹⁵ Bis 1962 bestand die Möglichkeit der Mehrfachnotiz an den französischen Regionalbörsen in Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy und Nates. Dann wurde das exklusive Listing an der Pariser Börse eingeführt, das den Regionalbörsen die Einführung und Notiz von Wertpapieren untersagte, die an der Pariser Börse gehandelt wurden. 1991 wurde die Selbstständigkeit der Regionalbörsen ganz aufgehoben; sie wurden Zweigstellen der Pariser Börse und es entstand ein „marché national“ (*Hopt/Baum*, Börsenrechtsreform in Deutschland, S. 310, in: Gutachten zur Börsenreform).

In der Erkenntnis dieser Bedrohung hat sich die Deutsche Börse AG als Trägerin der Frankfurter Wertpapierbörse mit XETRA-Best selbst an der Orderinternalisierung beteiligt, um dem drohenden Liquiditätsverlust durch Internalisierungssysteme der Banken, insbesondere demjenigen der Deutsche Bank AG, zu begegnen. Dieses Projekt stellt sich als außerbörslicher Handel dar.¹⁶ Es schwächt die Börse statt sie zu stärken, kollidiert daher mit der öffentlich-rechtlichen Betriebspflicht des Trägers¹⁷ und ist daher börsenrechtlich unzulässig.¹⁸

Internalisierung bedeutet die institutsinterne Ausführung von Kundenaufträgen. Dabei werden entweder – aber weniger häufig – gegeneinander ausführbare Kundenorders einander gegenübergestellt¹⁹ und durch das Institut ausgeführt oder das Institut tritt seinen einzelnen Kunden selbst als Käufer oder Verkäufer gegenüber (Eigenhandel in bilateralem System).

Der Anreiz für den Internalisierer besteht darin, die Spanne zwischen Kauf- und Verkaufspreis, den Spread, möglichst unabhängig von den Börsenpreisen zu definieren, also eine Art Preishoheit zu erlangen, und am Spread zu verdienen. Dabei genügt es meist, dass der Spread um einen Tick enger gestellt wird und dem Kunden damit ein geringfügig besserer Preis geboten wird als im Börsenhandel. Dennoch bleibt das Geschäft für den Internalisierer wirtschaftlich hoch interessant. Der Internalisierer kann nämlich seine Eigenhandelspositionen gegen die Kundenorders aufbauen und glattstellen. Durch ein Netting der gegenläufigen Kundenorders in der Abwicklungsphase und durch die Aggregation von Orders können zudem auch Abwicklungsgebühren erspart oder verringert werden. Es werden zugunsten der Kunden die Schlussnotengebühren und die – wenn auch geringe - Maklercourtage erspart. Dadurch vermag der Internalisierer für sich selbst und für seinen Kunden wirtschaftliche Vorteile zu erzielen. Dementsprechend weist ein großer Internalisierer seine Kunden darauf hin, dass die Orderausführung über den Börsenhandel, also über streng regulierte und überwachte Märkte, mit erhöhten Kosten verbunden sei.

Der enorme Nachteil dieser Internalisierung für die Börsen besteht darin, dass ihnen die Orderausführung verloren geht, ein Liquiditätsverlust eintritt, der die Marktbreite und –tiefe beeinträchtigt, die Qualität der börslichen Preisermittlung bedroht, die

¹⁶ *Schlüter*, Börsen-Zeitung vom 25.01.2002, S. 23: „Inhouse-Crossing - Angriff des Trägers auf die Börse?"; ders. Börsenhandelsrecht, G. XI. 4. Rdn. 1034; *Hammen*, WM 2002, 2129 ff.

¹⁷ *Hammen*, WM 2002, 2129 ff 2136.

¹⁸ Der Vorstandssprecher Werner Seifert der Trägergesellschaft der FWB bewertete das Vorhaben verständlicherweise anders: Die Börse müsse dazu bereit sein, ihre eigenen Produkte (nämlich den XETRA-Handel) zu kannibalisieren (Börsen-Zeitung vom 25.04.2002, S. 8, „XETRA - das kastrierte Orderbuch“).

¹⁹ Inhouse-Crossing.

Volatilität der Börsenmärkte vergrößert, ihre Manipulierbarkeit erhöht. Insgesamt droht ein Qualitätsverlust für den Börsenhandel, der die genannten Preisvorteile der Internalisierung als vordergründig erscheinen lässt; denn die Börsenpreise sind letztlich die Referenzpreise der Internalisierer. Ihre qualitative Verschlechterung schlägt damit auf den Privatanleger zurück.

- d) Kein grundsätzlich neues Problem.** Die Tendenz zur außerbörslichen Orderausführung war in der deutschen Kreditwirtschaft schon immer deutlich ausgeprägt, wie ein kurzer historischer Exkurs zeigt. Um die mangelnde Liquidität des Börsenhandels zu steigern, hat schon der Referentenentwurf eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens²⁰ aus dem Jahre 1967 anzuordnen versucht, einen Vorrang der Auftragsausführung über die Börsen einzuführen und Kompensationsgeschäfte der Banken nur über den Kursmakler zuzulassen. Dies stieß auf heftigen Widerstand der Banken. Als aber 1968 auch die Börsensachverständigenkommission eine Umsatzkonzentration des Aktienhandels an den Börsen empfahl, kam es zu der freiwilligen Selbstverpflichtung in Art 29 Abs. 1 AGB-Banken (a. F.)²¹, wonach die Banken alle Aufträge in am Ausführungsplatz zum amtlichen Handel zugelassenen Wertpapieren über die Börse leiten, sofern der Anleger keine andere Weisung erteilt. Ausführungsart war die Kommission in der Form des Selbsteintritts des Kommissionärs. Dadurch trat neben die kommissionsrechtliche Vertragsbeziehung zum Kunden ein Wertpapierkaufvertrag. Außerdem schloss die Bank ein Deckungsgeschäfts über den Börsenhandel, d.h. über den für die amtliche Preisfeststellung zuständigen Kursmakler ab. Dieses hatte sodann Referenzcharakter für die Preisabrechnung gegenüber dem Kunden im Sinne der §§ 400, 401 HGB²². Mit dem 2. Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 wurde die genannte AGB-Bestimmung der Banken in § 10 BörsG (a. F.) übernommen und ein Vorrang des Präsenzhandels gegenüber dem elektronischen Handel eingefügt, der dann einige Jahre später im Zuge des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes von 2002 mit der Neuregelung des § 22 BörsG (n. F.) wieder entfallen ist. Es blieb aber bei dem

²⁰ S. *Schwark*, Börsengesetz, 1. Aufl. Einl. Rdn. 15; *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, A. II. 3.

²¹ *Schwark*, a.a.O. Rdn. 21, 22.

²² Der dem Kunden abgerechnete Preis musste dem Börsenpreis zum Ausführungszeitpunkt entsprechen (§ 400 Abs. 2 HGB) bzw. durfte nicht ungünstiger sein als dieser (Meistbegünstigungsregel, § 400 Abs. 5 HGB); den günstigeren Preis eines noch vor Absendung der Ausführungsanzeige abgeschlossenen Deckungsgeschäfts oder einer bei pflichtgemäßer Sorgfalt zu ergreifenden günstigeren Abschlussmöglichkeit musste der Kommissionär dem Kommittenten abrechnen (§ 401 HGB); siehe *Canaris*, in Großkomm. HGB, §§ 352 ff Anm. 830 ff.

grundsätzlichen Vorrang des Börsenhandels vor außerbörslicher (auch internalisierender) Ausführung.

Bei der anstehenden Novellierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie droht allerdings eine Aufweichung des Prinzips des Börsenvorrangs zugunsten einer völligen Freigabe des Wettbewerbs der Systeme (einschließlich internalisierender Systeme) – auch hier getreu dem regulativen Modus der EU-Kommission, ein einheitliches level of playing field für Börsen und Wertpapierhäuser zu schaffen.

2. Internalisierungssysteme und ihre Funktionsweise

a) **Xetra-Best – Kein typisches Internalisierungssystem.** In dem verständlichen Bestreben, der zunehmenden Internalisierungstendenz rechtzeitig zu begegnen, hat die Frankfurter Wertpapierbörse XETRA-Best entwickelt und Ende 2002 eingeführt. Es ermöglicht einem börsenzugelassenen Institut und XETRA-Teilnehmer mit Sonderfunktion, dem sog. Best-Executor, sowohl den Kunden seines eigenen Hauses als auch denjenigen anderer Wertpapierhäuser eine günstigere Ausführung als im offiziellen XETRA-Orderbuch zu gewähren. Dabei verfügt der Best-Executor über einen exklusiven Zugang zum gesamten Order-Flow, den diese Institute, seine Flow-Provider, an die Frankfurter Wertpapierbörse leiten.

Dieses System wird nun allerdings von der Hessischen Börsenaufsichtsbehörde als Bestandteil des Börsenhandels an der Frankfurter Wertpapierbörse angesehen, wobei jedoch keine Börsenpreise zustande kommen sollen. Als Bestandteil des Börsenhandels wäre XETRA-Best aber kein Internalisierungssystem. Ob diese Auffassung zutrifft, sei hier zunächst dahingestellt. XETRA-Best erscheint jedenfalls weniger geeignet, um hier in erster Linie als *typisches* Internalisierungssystem vorgestellt zu werden.

b) **BestEx – Kein typisches Internalisierungssystem.** Auch die im April 2003 im elektronischen Handel der Börse Berlin-Bremen durch die NASDAQ-Deutschland AG etablierte Best-Ex-Funktion, in der nach Auffassung der Berliner Börsenaufsichtsbehörde nicht nur Börsenhandel stattfindet, sondern sogar Börsenpreise erzeugt werden, erscheint nicht als geeignet, als *typisches* Internalisierungssystem vorgestellt zu werden.

c) Maxblue mit db-PIP-Service. Statt dessen soll zunächst der Blick auf Maxblue und den db-PIP-Service der Deutsche Bank AG gerichtet werden, der – wohl unbestritten - ein echtes Internalisierungssystem ist und dabei folgende Konstruktionsmerkmale aufweist:

aa) Beteiligte. Als Internalisierer tritt die Deutsche Bank AG auf. Der Wertpapieranleger ist Kunde einer Tochtergesellschaft dieser Bank und erteilt ihr einen Auftrag zum Kauf oder Verkauf von börsenzugelassenen Wertpapieren. Die beauftragte Tochtergesellschaft führt den Auftrag durch den konzerninternen Abschluss eines Kaufvertrages mit der Deutsche Bank AG in der Form eines Eigenhändlergeschäfts aus. Bei diesem Eigenhändlergeschäft handelt es sich um einen reinen Kaufvertrag. Zu dessen Abschluss gibt die Tochtergesellschaft der Deutsche Bank AG gegenüber ein Kaufvertragsangebot ab, bei dem sich diese ein Preisbestimmungsrecht in den Grenzen der Preisbildung an einer Referenzbörse vorbehalten darf (Fall des § 315 BGB). Die für die Preisbildung maßgebliche Referenzbörse gibt die Tochtergesellschaft bzw. deren Privatkunde dabei vor.

Die Annahme des Kaufvertragsangebots erfolgt sodann mit der Vornahme eines Ausführungsgeschäfts zwischen der Deutsche Bank AG und ihrer Tochtergesellschaft für Rechnung des privaten Kunden und zu einem Preis, den die Muttergesellschaft nach Maßgabe einer Referenzbörse bestimmt hat und den sie ggf. noch mit einem Price-improvement versehen hat.

bb) Preisbildung durch Preisimport. Wegen der Orientierung des Preises des Ausführungsgeschäfts (Eigenhändlergeschäfts) an der Preisbildung einer Referenzbörse wird insofern auch von Preisimport gesprochen, denn eine eigene Preisbildung des Internalisierers findet hier nicht statt.

Aus der Abhängigkeit des Ausführungsgeschäfts von der Preisbildung an der Referenzbörse folgt, dass das internalisierte Ausführungsgeschäft nur dann zustande kommen kann, wenn eine Preisbildung an dem referenzierten Markt tatsächlich auch stattfindet, dieser Markt also geöffnet, der dortige Handel nicht ausgesetzt ist.

cc) Ermittlung des Referenzpreises. Der Vergleichspreis der Referenzbörse wird anhand der aktuellen Orderbuchlage im maßgeblichen Vergleichszeitpunkt bzw. anhand der vorhandenen Preistaxen ermittelt. Da die Orderbuchlage bei Preisermittlungssystemen mit geschlossenem Orderbuch (z. B. bei der Preisermittlung

durch Skontroführer) nicht bekannt ist, müssen in diesen Fällen unverbindliche Taxen der Skontroführer herangezogen werden.

Der maßgebliche Vergleichszeitpunkt für die Referenzpreisermittlung ist derjenige, an dem der Internalisierer ein Geschäft mit in etwa gleichem Ordervolumen an der Referenzbörse hätte ausführen können. Steht für das konkrete Ordervolumen kein zur Ausführung geeignetes Preisangebot zur Verfügung, so wird der volumengewichtete durchschnittliche Preis von Teilausführungsgeschäften der Referenzbörse herangezogen.

Die Preisbildung an der Referenzbörse in dem herangezogenen Referenzzeitpunkt wird dem Wertpapierkunden gegenüber in der Wertpapierabrechnung mitgeteilt.

dd) Price-improvement-Service. Ist der Referenzpreis ermittelt, so stellt dieser noch nicht stets den Preis des Ausführungsgeschäfts dar; vielmehr besteht als Anreiz für den Kunden die Zusage des Internalisierers, sich um eine bessere Ausführung als diejenige an der Referenzbörse zu bemühen (Price-Improvement-Service der Deutsche Bank AG). Es besteht also ein Anspruch darauf, dass der Preis des Eigenhändlergeschäfts mindestens dem Börsenvergleichspreis entspricht, dass sich der Internalisierer aber um eine bessere Ausführung bemüht.

d) Börsen- und wertpapierrechtliche Betrachtungen

aa) Kein Börsenhandel. Die so beschriebene Orderausführung durch die Deutsche Bank AG mittels Maxblue mit Price-improvement-Service ist zweifellos kein Börsenhandel.²³ Sie stellt vielmehr Orderinternalisierung und damit außerbörslichen Handel dar. Dies sieht auch die Bank selbst so. Hierüber wird der Kunde von dem Internalisierer in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen auch in der gebotenen Weise aufgeklärt.

bb) Ausdrückliches Einverständnis des Kunden. Daraus folgt in Anwendung des § 22 Börsengesetz, dass der Anleger für den Einzelfall eine ausdrückliche Weisung zur Orderausführung in Maxblue geben muss. Eine Weisung des Auftraggebers für eine unbestimmte Anzahl von Fällen ist nur zulässig, wenn es sich bei dem Auftraggeber nicht um einen Verbraucher handelt.

cc) Kommission mit Eigenhändlergeschäft als Ausführungsgeschäft unter Vorbehalt der Preisbestimmung. Nach den seit 1.1.1995 geltenden neuen Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte erfolgt die Ausführung von Anlegeraufträgen regelmäßig nicht

²³ Selbstverständlich werden folglich in Maxblue auch keine Börsenpreise ermittelt.

mehr im Wege der Selbsteintrittskommission, sondern als normales Kommissionsgeschäft. Dies bedeutet, dass das Institut zur Ausführung der Kommission nicht ohne weiteres einen Kaufvertrag im eigenen Namen mit dem Kunden schließen darf, sondern regelmäßig – ggf. über eine Zwischenkommissionärin - ein Ausführungsgeschäft mit einem anderen Marktteilnehmer abschließen muss, und zwar vorrangig über die Börse. Nach allgemeinem Kommissionsrecht sind sodann die Vor- und Nachteile aus der Ausführung mit dem Dritten an den Kunden herauszugeben. Daneben hat der Kommissionär Aufwendungsersatzansprüche und Anspruch auf eine Provision.

Bei der Ausführung in Maxblue sind diese Sonderbestimmungen insofern abgewandelt, als die Deutsche Bank AG von ihrer Tochtergesellschaft nicht als Zwischenkommissionärin mit der Orderausführung im Kundeninteresse beauftragt wird, sondern vereinbarungsgemäß als Gegenpartei ihrer Tochtergesellschaft beim Abschluss eines Wertpapierkaufvertrages auftritt. Zwischen beiden Konzerngesellschaften findet also Eigenhandel statt. Da die Tochtergesellschaft durch den Eigengeschäftsabschluss zugleich eine Finanzdienstleistung gegenüber ihrem Kunden/Kontoinhaber erbringt, liegt Eigenhandel für andere als erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung vor.²⁴ Diese ist Wertpapierdienstleistung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes,²⁵ sodass grundsätzlich die kundenschützenden Wohlverhaltensregeln und Organisationsbestimmungen der §§ 31 ff WpHG einschlägig sind.²⁶ Hingegen findet keine Marktaufsicht statt.

Die Schwachpunkte dieser Konstruktion liegen für den Anleger in folgendem: Die Interessenwahrungspflicht der Tochtergesellschaft gegenüber dem Anleger gemäß § 31 WpHG gilt im Rahmen der vertraglichen Abreden, d.h. sie beschränkt sich auf den Abschluss eines Eigenhändlergeschäftes mit einer konzerninternen Gesellschaft, zudem der beherrschenden Muttergesellschaft, zu einem Preis, den die Muttergesellschaft in grundsätzlich berechtigter eigener Interessenwahrnehmung, jedoch nach Maßgabe der Preisbildung an einer bestimmten Referenzbörse und nach billigem Ermessen einseitig bestimmen kann. Dies kommt wirtschaftlich gesehen dem früheren Selbsteintritt der Banken weitgehend gleich – ohne dass freilich eine Verpflichtung bestünde, ein Deckungsgeschäft über die Börse zu leiten. Der Kundenschutz ist dadurch eingeschränkt. Einen gewissen Schutz bietet die Zusage, dass sich die Preisberechnung nach der angegebenen Referenzbörse richten soll und

²⁴ § 1 Abs. 1a Ziff. 4 KWG.

²⁵ § 2 Abs. Ziff. 2 WpHG.

²⁶ *Kümpel/Hammen*, Börsenrecht, S. 71.

nicht schlechter sein darf, als diese. Insoweit ist auch ein Vergleichszeitpunkt als der Zeitpunkt definiert, zu dem ein Geschäft mit in etwa gleichem Ordervolumen an der Referenzbörse hätte ausgeführt werden können.

Es findet jedoch keine Kontrolle und Überwachung des Geschäftsabschlusses zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft daraufhin statt, ob der Vergleichszeitpunkt für die Ausführbarkeit an der Referenzbörse tatsächlich ordnungsgemäß bestimmt wurde, ob der Vergleichspreis ordnungsgemäß berechnet wurde und der Kunde der Tochtergesellschaft, dessen Interessen die Muttergesellschaft nicht wahrnimmt, jedenfalls in den Grenzen der Kaufvertrags- und allgemeinen Bankvertragsrechts sowie der getroffenen Preisbestimmungsabreden ordnungsgemäß bedient worden ist.²⁷ Ein über bessere Marktinformationen verfügender Internalisierer kann sich hierbei Vorteile zu Lasten des Anlegers verschaffen. Anders als bei XETRA-Best wird hier (und typischer Weise bei tatsächlich vorliegender Internalisierung) nicht durch eine Handelsaufsicht überprüft, ob sich der Internalisierer zuvor etwa günstig, aber kurstreibend am Referenzmarkt eingedeckt hat, um den Kunden seines Kontrahenten danach eine vermeintlich bessere Ausführung zu geben.

Für den Anleger bieten auch die Mitteilung der Referenzbörse, des Börsenvergleichspreises und der Referenzzeit auf der Wertpapierabrechnung insoweit keinen vollständigen Schutz. Der Ablauf bleibt teiltransparent.

Die Möglichkeiten des Anlegers, zu überprüfen, zu welchem Zeitpunkt der Internalisierer in der Lage gewesen wäre, an der Referenzbörse ein Geschäft mit in etwa gleichem Ordervolumen auszuführen, sind beschränkt. Den Vergleichszeitpunkt kann nur bestimmen oder nachvollziehen, wer die Orderlage des Referenzmarktes, insbesondere die Lage der Limitorders, eventuell vorhandene Iceberg-Orders, genau kennt und die erforderlichen rechnerischen Schritte vornehmen kann. Für den Privatanleger dürfte dies oftmals schwierig sein. Bei weniger liquiden Märkten, in denen Skontroführer Preistaxen ausrufen, die dem Anleger nicht bekannt werden, ist eine solche Kontrolle ebenfalls nur schwer möglich.

Insofern trägt der Kunde das Kontrollrisiko dahingehend, ob der Internalisierer den Vergleichszeitpunkt für die Preisbildung an der Referenzbörse vertragsgerecht gewählt hat und er trägt das Risiko, ob der Referenzpreis richtig ermittelt worden ist.

²⁷ Dies wäre Sache der Handels- bzw. Marktaufsicht, die aber bei der Internalisierung – in Ermangelung eines bestehenden Marktes – nicht stattfindet.

Über das Bestehen dieses Risikos wird der Kunde durch die Allgemeinen Geschäftsbedingungen des Internalisierers in der Tat auch pflichtgemäß aufgeklärt – womit das Risiko als solches natürlich nicht beseitigt ist.

Bei Wertpapierkommissionsgeschäften der Banken, die über Börsen abzuwickeln sind, bestehen die genannten Risiken für den Anleger nicht. Die Bank hat die Order unverzüglich an die Börse weiterzuleiten und es gibt keinen Referenzpreis, der in wenig transparenter Weise von einer Partei ermittelt wird, die Eigeninteressen verfolgt. Die Preisbildung vollzieht sich vielmehr auf behördlich überwachten Märkten und durch einen zur Neutralität verpflichteten Skontroführer oder eine entsprechende Börsensoftware. Der Anleger kann die dortige weitgehende Transparenz der Preisbildung auch leichter nachvollziehen.

Im Ergebnis ist daher festzuhalten, dass dem Kunden zwar das Versprechen einer Ausführung zum Preis der Referenzbörse oder besser gegeben wird, sein Schutz hinsichtlich der Einhaltung dieses Versprechens aber eingeschränkt ist.

- Auf das börsenpolitische Hauptproblem, wonach durch zunehmende Internalisierung die Preisspannen an den Referenzbörsen wachsen und damit die Bezugsgröße für das Price-improvement verschlechtert wird, wird noch gesondert eingegangen werden.

e) Xetra Best. Ob auch das von der Deutsche Börse AG betriebene XETRA-Best ein Internalisierungssystem ist oder Bestandteil des Börsenhandels an der Frankfurter Wertpapierbörse, ist streitig. Zunächst soll jedoch die Systemstruktur von XETRA-Best²⁸ kurz beleuchtet werden:

aa) Systemstruktur. Zentrale Figur des Marktmodells ist der Best-Executor. Er bietet als XETRA-Teilnehmer seinen Kunden die Möglichkeit einer besseren Orderausführung als im offiziellen Orderbuch von XETRA. Zu diesem Zweck ist er berechtigt, spezielle Quote-Typen (Best-Quotes) in das System einzustellen, die nicht im Orderbuch von XETRA gezeigt werden und die besonders gekennzeichnet sind. Die Übermittlung von Kundenorders an den XETRA-Best-Executor erfolgt durch ein Broker-internes Order-Routing-System oder durch Übermittlung von Seiten eines anderen XETRA-Teilnehmers (Orderflow-Provider). Auf diese ihm zugerouteten Orders hat der Best-Executor einen privilegierten Zugriff.

Die Zugangsexklusivität hat ein Ausführungsprivileg hinsichtlich der Kundenorders im Gefolge, sofern die Ausführung zu einem besseren Preis geschieht als sie im XETRA-

²⁸ Vgl. *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, G. XI. 4. Rdn. 1010 ff.

Orderbuch möglich wäre. Bietet der Best-Executor mittels seiner eingegebenen Best-Quotes eine Orderausführung an, die geringfügig, nämlich mindestens 0,01 €, besser ist als die Ausführung im offiziellen XETRA-Orderbuch, so kommt der Vertragsabschluss aufgrund seines Angebots außerhalb des XETRA-Orderbuchs zustande. Damit der Best Executor seine Quote-Eingaben nicht nach den vorliegenden Orders richten kann, müssen diese vor dem Eintreffen der Order erfolgt sein, um eine geeignete Ausführungsgrundlage darzustellen. Kommt die Ausführung nicht zustande, so wird die Order automatisch in das Orderbuch von XETRA weitergeleitet.

Zur Ausführung geeignete Best-Orders können nur Kommissionsorders bis zu einer bestimmten Höchstgrenze sein (Retail-Orders). Denn typischerweise soll nicht dem institutionellen Anleger, sondern dem Privatanleger das XETRA-Best-Angebot gemacht werden. Es sind nur Market-Orders oder Limitorders ausführbar. Teilausführungen erfolgen nicht.

Referenzmarkt ist allein das offizielle XETRA-Orderbuch. Die Matching-Einrichtung von XETRA-Best vergleicht die dortigen Best-Bid/Best-Ask-Quotes samt Mengen und Orderbuchtiefe jeweils mit den Best-Quotes und gibt diese entweder zur Ausführung als Best Execution frei oder veranlasst die Orderweiterleitung ins XETRA-Orderbuch. Während der Auktionen in XETRA sind keine Best-Executions möglich, gleichfalls nicht während der Volatilitätsunterbrechungen in XETRA.

bb) Liquidity-Manager. Eine wichtige Teilfunktion ist die Verpflichtung des Best-Executors, als sog. Liquidity-Manager einen Liquiditätsbeitrag zum XETRA-Orderbuch zu leisten. Dem XETRA-Orderbuch soll auf diese Weise wieder diejenige Liquidität zugeführt werden, die ihr durch die Best-Execution außerhalb des Orderbuchs entzogen wird – eine Funktion, die sicherlich sehr zu begrüßen ist. Der Best-Executor ist dort quotierungspflichtig für ein bestimmtes Mindestvolumen, eine Mindestdauer und unter Vorgabe eines maximalen Spread. Die Orderbuch-Quotes des Best-Executors werden lediglich anonym angezeigt, sind aber allgemein zur Ausführung verfügbar.

cc) Orderflow-Provider. XETRA-Teilnehmer, die nicht als Best-Executor tätig werden wollen, aber über einen Strom von Retail-Orders verfügen, können vertragliche Abmachungen mit Best-Executoren über den Erwerb ihres Orderstroms, die Zuleitung und Ausführung ihrer Orders treffen (Flow-Provider).

Damit wird der Handel mit Orderströmen, wie er in den USA seit längerem schon stattfindet, auch bei uns eingeführt.

dd) Beeinträchtigung der Preisqualität ? Die börsenpolitisch wichtigste Frage ist nun, ob und inwieweit die Internalisierung über XETRA-Best und das Interesse des Best-Executor die Preisbildungsqualität in XETRA beeinträchtigen.

Grundsätzlich hat der Best-Executor bei seiner Quotierung im XETRA-Orderbuch kein Interesse an einer Verringerung der dortigen Spannen, da er diese als Best-Executor unterbieten muss. Dies könnte dazu beitragen, die Orderbuchspannen in XETRA zu erweitern. Dass dieser Vorgang nicht beliebig ablaufen kann, verhindern allerdings die vorgegebenen maximalen Spreads. Dennoch ist nicht ausgeschlossen, vielleicht sogar anzunehmen, dass die maximalen Spreads unter dem Gesichtspunkt eher ausgeschöpft werden, dass sie vom Best-Executor unterboten werden müssen. Je mehr starke XETRA-Teilnehmer gleichzeitig Best-Executoren sind, um so nachteiliger könnte sich dies auf die Ausschöpfung der maximalen Spreads auswirken, weil die Konkurrenz, die engere Spreads stellen könnte, entsprechend schwach wäre.

Eine Spannenerweiterung droht auch infolge der Abspaltung der Retail-Orders von den Orders institutioneller Kunden. Steigt der Anteil der Orders institutioneller Kunden im XETRA-Orderbuch, so steigt damit auch tendenziell die dortige Geld-Brief-Spanne. Dies ergibt sich daraus, dass institutionelle Kunden in der Regel über bessere Marktinformationen verfügen, so dass den in XETRA Quotierungspflichtigen (wie etwa den Designated Sponsors), also den Anbietern von Liquidität, dadurch tendenziell höhere Verluste entstehen, was sie durch eine Ausweitung der Geld-Brief-Spanne auszugleichen versuchen. Allerdings wird angenommen, dass dieses Phänomen bei hochliquiden Märkten kam sichtbar in Erscheinung tritt und auf weniger liquide Märkte beschränkt ist. Empirische Untersuchungen in den USA hierüber haben zudem zu unterschiedlichen Ergebnissen geführt, so dass von einem sicheren Beweis einer Beeinträchtigung der Geld-Brief-Spanne durch Abspaltung und Internalisierung der Retail-Orders noch nicht gesprochen werden kann, sondern allenfalls von deren Wahrscheinlichkeit.²⁹ Die Forderung scheint aber berechtigt, Internalisierung – wenn überhaupt – auf hochliquide Märkte und Wertpapiere zu beschränken.

Gegenwärtig stellt XETRA-Best noch keine nennenswerte Gefahr für die Liquidität im XETRA-Orderbuch dar; XETRA-Best ist vielmehr wegen der Marktabstinenz der Retail-

²⁹ Verwiesen sei dazu auf *Theissen*, „Internalisierung und Marktqualität: Was bringt Xetra Best?“ Kredit und Kapital 35, 2002, Nr. 4 und die dortigen weiteren Nachweise zu den Untersuchungen in den USA.

Kundschaft in 2002 äußerst schwach gestartet und vermag bisher keine nennenswerte Liquidität zu binden. Dies kann sich aber ändern. Deswegen darf die generelle Gefahr, die die systematische Internalisierung für den Börsenhandel darstellt, nicht aus den Augen gelassen werden.

ee) Xetra-Best als Börsenhandel ? Nach wohl h.M. und auch nach Auffassung der zuständigen Hessischen Börsenaufsichtsbehörde findet in XETRA-Best Börsenhandel statt,³⁰ jedoch werden keine Börsenpreise erzeugt.³¹ Die besondere praktische Relevanz dieser Auffassung ergibt sich aus dem bereits erwähnten § 22 Börsengesetz, wonach Kundenaufträge in börsenzugelassenen Wertpapieren über den Handel an einer Wertpapierbörse abgewickelt werden müssen, sofern der Kunde (mit gewöhnlichem Aufenthalt oder Geschäftssitz im Inland) nicht ausdrücklich eine andere Weisung erteilt. Ist XETRA-Best Börsenhandel, so ist für die Geschäftsbanken die Einholung einer Kundenweisung also nicht erforderlich. In dieser Weise wird derzeit verfahren.

(1) Kein Handel unter Börsenteilnehmern. Nach zutreffender Auffassung findet in XETRA-Best kein Börsenhandel statt.³² Börsenhandel ist immer nur der Handel an einer Börse zwischen Personen oder Unternehmen, die nach Maßgabe der jeweils einschlägigen Bestimmungen zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassenen sind. Das Merkmal der Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel wird bei der Internalisierung durch eine Hilfskonstruktion erfüllt, indem der private Kunde des Instituts nicht unmittelbar mit diesem handelt, sondern – wie bei Maxblue der Fall – ein weiteres Institut, in der Regel die Muttergesellschaft des internalisierenden Instituts zwischengeschaltet wird. Da die Preisermittlung zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft und nicht unmittelbar mit dem privaten Kunden der Tochtergesellschaft stattfindet, liegt zweifellos Handel zwischen börsenzugelassenen Unternehmen vor.³³ Bei XETRA Best sind ohnehin nur börsenzugelassene Institute am Geschäftsabschluss beteiligt.

³⁰ FTD v. 04.07.2002, S. 21; *Beck*, BKR 2002, 699 ff 702; *Köndgen/Theissen*, WM 2002, 1497 ff 1501.

³¹ *Köndgen/Theissen* a.a.O.; *Potthoff*, BörsZ v. 13.06.2002.

³² *Schwark/Schwark*, KMRK, Einl BörsG Rdn. 19; *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, G. XII. Rdn. 1034; *Hammen*, WM 2002, 2129 ff 2136; *Spindler*, WM 2002, Fn 15 S. 1337.

³³ *Hammen*, a.a.O., 2132 weist zu Recht darauf hin, dass dasselbe Ergebnis auch dadurch erreicht werden könnte, dass der Internalisierer sowohl im eigenen Namen als auch im Namen des Kunden kontrahiert (Insichgeschäft). Dies würde den Interessenkonflikt des Internalisierers allerdings noch deutlicher hervortreten lassen.

Ob dies aber auch „Handel an der Börse“ ist, lässt sich nur mit der Definition des Börsenbegriffs fassen.

(2) Fehlende Marktplatzfunktion. Ganz unabhängig von der alten Streitfrage, was Börsen definitorisch genau sind³⁴, ist ihnen stets die Marktplatzfunktion zu eigen.³⁵ Als organisierte Märkte bieten sie möglichst vielen Teilnehmern die Möglichkeit, unter den Bedingungen von Transparenz und Chancengleichheit³⁶ zu Vertragsabschlüssen zu gelangen. Dadurch unterscheiden sie sich vom bloß bilateralen Handel. Kennzeichen dieser multilateralen Abschlussmöglichkeit ist es, dass die von den Teilnehmern abgegebenen Vertragsangebote den anderen Handelsteilnehmern zugänglich sein müssen, dass ihnen die Annahme dieser Angebote möglich sein muss. Dies entspricht unserer börsengesetzlichen Regelung in § 24 Abs. 2 Satz 2 Börsengesetz. Die Angebote müssen also allen Börsenteilnehmern in annahmefähiger Weise gemacht werden. Demgegenüber steht bei den sog. bilateralen Kontrahentensystemen auf der einen Kontrahentenseite immer nur ein Anbieter und die Vertragsabschlüsse finden zu von diesem festgesetzten Preisen statt.³⁷ Es fehlt diesen bilateralen Systemen somit die Marktplatzfunktion³⁸.

(3) Nichterfüllung der Börsendefinition in § 59 BörsG. Im übrigen zeigt auch die neue Vorschrift des § 59 BörsG, dass nur der Handel mehrerer Teilnehmer untereinander eine börsenähnliche Einrichtung darstellt. Argumentum a fortiori kann daraus geschlossen werden, dass dies erst recht für genehmigte Börsen gelten muss. Eine börsenähnliche Einrichtung im Sinne des § 59 Börsengesetz liegt nur dann vor, wenn Angebot und Nachfrage in börsenmäßig handelbaren Wirtschaftsgütern innerhalb eines elektronischen Systems mit dem Ziel zusammengeführt wird, Vertragsabschlüsse unter mehreren Marktteilnehmern innerhalb des Systems zu ermöglichen. In dieser Formulierung darf man wohl die Definition einer Börse im materiellen Sinne erblicken.³⁹ Ihr müssen dann aber auch alle formell genehmigten Börsen entsprechen.

³⁴ Zum Wandel vom traditionellen zum modernen Börsenbegriff siehe *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, G. I. 3. Rdn. 32 ff; *Schwark/Beck*, KMRK, § 1 BörsG Rdn. 2, 3.

³⁵ Bericht der Börsensachverständigenkommission für Kapitalmarkt- und Börsenfragen vom Mai 2001;

Schlüter, a.a.O.; *Schwark/Beck*, KMRK, § 1 BörsG Rdn. 3.

³⁶ Reg. Begr. Z. 2. FMFG; BT-Drucks. 12/6679, S. 70; *Schwark/Beck* a.a.O.; *Schäfer/Ledermann*, BörsG, § 11 Rdn. 7.

³⁷ *Köndgen/Theissen*, WM 2003, 1497 ff 1505.

³⁸ Bericht der Börsensachverständigenkommission für Kapitalmarkt- und Börsenfragen vom Mai 2001.

³⁹ *Spindler*, WM 2002, 1325 ff 1333; *Reuschle/Fleckner*, BKR, 2002, 617 ff 624; *Schwark/Beck*, KMRK, § 1 BörsG Rdn. 3, 5.

(4) Nichterfüllung der EU-Definition über geregelte Märkte und MFT. Für diese Auffassung spricht auch die EU-rechtliche Definition des regulated market. So heißt es in dem Entwurf der EU-Kommission zu einer novellierten ISD unter den Begriffsbestimmungen des Artikel 3 Abs. 1 Ziff. (10), ein geregelter Markt sei

„ein multilaterales System, das von einem Betreiber eines Marktes betrieben wird und die Interessen multipler dritter Parteien am Kauf bzw. Verkauf von Finanzinstrumenten zusammenführt.“⁴⁰

Somit erfüllt eine nur bilaterale Abschlussmöglichkeit auch nach europarechtlichem Verständnis nicht den Begriff des geregelten Marktes und damit auch nicht den Begriff der Börse.

Entsprechendes gilt für die EU-rechtlich vorgesehene Definition eines MTF (Multilateral Trading Facility).⁴¹

Lediglich bilaterale Abschlussmöglichkeit, wie sie in Xetra Best gegeben ist, genügt dem durch diese Definitionen zum Ausdruck gebrachten materiellen Börsenbegriff nicht. Die vom Best-Executor eingegebenen Best-Quotes stehen nicht allen Handelsteilnehmern für Abschlüsse zur Verfügung, sondern sie richten sich allein an die eigenen Kunden des Best-Executors und diejenigen seiner Flow-Provider und dienen allein dem Zweck, die dem Best Executor erteilten Orders aus dem eigenen Haus oder die ihm von Flow-Providern zugerouteten Orders auszuführen. Die Best-Quotes sind nicht „bereichsöffentlich“ zugänglich.

(5) Fehlende Vermittlungstätigkeit. Definiert man den Börsenhandel ohnehin als einen solchen, der unter Einschaltung von zur Neutralität verpflichteten Vermittlungsmaklern stattfindet⁴² – sei es in Gestalt von Skontroführern im

⁴⁰ Die Fortsetzung der Begriffsbestimmung lautet: „Dies muss im Rahmen des Systems und gemäß nichtdiskretionärer Regeln auf eine Art und Weise geschehen, die zu einem Vertrag führt, und zwar in Bezug auf Finanzinstrumente, die zum Handel gemäß den Regeln und über die Systeme des Marktes zugelassen wurden. Der geregelte Markt muss eine Zulassung erhalten haben und im Sinne von Titel III dieser Richtlinie ordnungsgemäß funktionieren.“ In ähnlicher Weise will auch der Ratsvorschlag vom 06.10.2003 den Begriff des geregelten Marktes definieren (Council of European Union, Interinstitutional file 2002/0269(COD), Art 3. Abs. 1 Ziff. (10).

⁴¹ Art. 3 Abs. 1 Ziff. 11 des Entwurfs der EU-Kommission einer novellierten ISD vom 19.11.2002 und des Ratsvorschlages vom 06.10.2003.

⁴² Während für den Präsenzhandel die Preisfeststellung durch den zur Neutralität und Gleichbehandlung verpflichteten, der Börsenaufsicht unterstellten Skontroführer (früher: Kursmakler im amtlichen Handel, im übrigen Freimakler als Skontroführer) vorgeschrieben ist, ergibt sich die Notwendigkeit, dass auch die Preisermittlung in einem elektronischen Handelssystem gleichermaßen neutral erfolgen muss, aus der Teleologie des § 25 Satz 1 BörsG (*Köndgen/Theissen*, WM 2003, 1497 ff 1502, 1505).

Präsenzhandel, sei es in Gestalt einer Maklersonftware im elektronischen Handel⁴³ -, so scheidet Internalisierung als Börsenhandel aus, weil hierbei weder eine Vermittlungstätigkeit noch Neutralität (des Internalisierers) gegeben ist. Denn der Internalisierer verhandelt nicht mit der einen oder anderen Vertragsparteien zwecks Abschluss eines Wertpapierkaufvertrages (Vermittlungsmakler) und er setzt sich auch nicht mit einem dem anderen Teil bisher unbekanntem Dritten in Verbindung, um ihn zum Vertragsschluss zu veranlassen (Abschlussmakler).⁴⁴ Er verhält sich auch nicht neutral gegenüber dem Internalisierungskunden, sondern verfolgt Eigeninteressen.

(6) Keine Börsenpreise. Es ist streitig, ob Börsenhandel stattfinden kann, ohne dass Börsenpreise zustande kommen. Überwiegend wird dies bejaht⁴⁵ und zum Teil daraus abgeleitet, dass nach dem früheren § 31 Satz 2 BörsG bei der Feststellung von Börsenpreisen durch den Kursmakler auch „andere Geschäfte“ berücksichtigt werden konnten, die nicht durch Vermittlung der Kursmakler abgeschlossen wurden. Dies waren insbesondere die von Freimaklern (vor der Kursmaklerschranke) vermittelten Geschäftsabschlüsse. Auch diese Geschäfte waren Bestandteil des Handels an der Börse, mussten also Börsengeschäfte sein, weil anderenfalls ihre Berücksichtigungsfähigkeit bei der Ermittlung des Börsenkurses ausgeschlossen gewesen wäre. Sie gehörten im Sinne von § 29 Abs. 3 BörsG (a.F.) zu der „wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse“, die vom Kursmakler zu berücksichtigen war.⁴⁶

Dass es einen Handel an der Börse gibt, der nicht zu Börsenpreisen führt, kommt im übrigen auch in § 37 Abs. 1 Satz 1 WpHG zum Ausdruck. Danach gelten die Wohlverhaltensregeln und Aufzeichnungspflichten des WpHG „nicht für Geschäft, die an einer Börse zwischen zwei Wertpapierdienstleistungsunternehmen abgeschlossen werden und zu Börsenpreisen führen.“ Geschäfte vor der Schranke des Skontroführers sind danach zwar Handel an der Börse,⁴⁷ der aber nicht zu Börsenpreisen führt (wenn er von Skontroführer bei der Preisfeststellung unberücksichtigt bleibt).

Allerdings galt die frühere Regelung des § 31 Satz 2 BörsG nicht für sogenannte Direktgeschäfte unter Börsenteilnehmern; sie durften keinesfalls bei der

⁴³ Vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 8.107, 17.53; *Hammen*, WM 2002, 2129 ff; *Köndgen/Theissen*, WM 2003, 1497 ff 1502.

⁴⁴ *Hammen*, WM, a.a.O.

⁴⁵ Siehe *Hammen*, a.a.O., 2131; *Schwark*, BörsG, 2. Aufl. § 29 Rdn. 18; *Köndgen/Theissen* a.a.O. 1503.

⁴⁶ § 31 Satz 2 BörsG hat den Sinn und Zweck, auch von Freimaklern vermittelte Geschäfte, die vor der Kursmaklerschranke abgeschlossen worden sind und sich somit nicht aus der Orderlage im Kursmaklerskontroll ergeben, als Ausdruck der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse für die Börsenpreisermittlung nutzbar zu machen; vgl. *Schwark*, a.a.O. § 29 Rdn 18; § 31 Rdn. 3.

⁴⁷ Regierungsbegründung zu § 37 WpHG (BR-Drucks. 936/96, S. 114 f., abgedruckt bei *Schäfer*, WpHG, § 37.

Börsenpreisermittlung berücksichtigt werden. Direktgeschäfte sind alle face-to-face-Geschäfte zwischen Börsenteilnehmern (Börsenhändlern der Banken), die nicht durch einen Kursmakler als Skontroführer und auch nicht durch einen Freimakler vermittelt werden. Dieser Direkthandel war zu keinem Zeitpunkt Börsenhandel und steht daher außerhalb der börsenrechtlichen Handelsaufsicht.⁴⁸

Nach meiner Meinung findet in XETRA-Best jedenfalls deswegen kein Börsenhandel statt, weil dort überhaupt keine Börsenpreise erzeugt werden. Einen Börsenhandel ganz ohne Börsenpreise gibt es aber nicht. Die im normalen XETRA-Handel erzeugten Börsenpreise kann XETRA-Best insoweit nicht für sich in Anspruch nehmen, denn es stellt diesem gegenüber ein eigenständiges System dar – auch wenn Kommunikationsverbindungen und eine Orderleitverbindung zwischen beiden vorhanden sind. Erst wenn ein Abschluss in XETRA-Best nicht zustande kommen kann, wird die Order in den Börsenhandel von XETRA geleitet, wo sie allen Teilnehmern des multilateralen Handelssystems für Geschäftsabschlüsse, die zu Börsenpreisen führen, zur Verfügung steht.

(7) Sonstige Gesichtspunkte. XETRA-Best wird auch nicht dadurch zum Börsenhandel, dass der Best-Executor als Liquidity-Manager im offiziellen XETRA-Orderbuch quotiert. Erst wenn die Retail-Order nicht in XETRA-Best ausführbar ist und deswegen ins XETRA-Orderbuch weitergeroutet wird, steht sie dem Börsenhandel zur Verfügung.

Auch der Umstand, dass sich die Hessische Börsenaufsichtsbehörde für verpflichtet hält, XETRA-Best zu beaufsichtigen, dass die Handelsüberwachungsstelle insoweit tätig wird, ändert nichts an der Betrachtung.

Da XETRA-Best kein Börsenhandel ist, liegt außerbörslicher Handel in Form der Internalisierung vor.

(8) Verstoß gegen Anstaltszweck. Findet in XETRA-Best kein Börsenhandel statt, so darf die Deutsche Börse AG dieses System auch nicht an der Frankfurter Wertpapierbörse betreiben.

Börsen sind unselbständige Anstalten des öffentlichen Rechts.⁴⁹ Ihr Anstaltszweck umfasst die Errichtung und den Betrieb der Börse, in gewissen Grenzen auch ihren

⁴⁸ BT-Drucks. 12/6679, S. 70; *Hammen*, a.a.O. 2132.

⁴⁹ *Samm*, Börsenrecht, S. 47 ff; *Schwark* aaO, Rdn. 17; *Kümpel*, WM 1985, Sonderbeilage 5, S.30ff.; *Kümpel/Ott*, Kapitalmarktrecht, Nr. 060; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rn. 20; *Beck*, WM 1996, 2313 ff 2315; *VG Frankfurt*, Die AG, 1963, 306; *VGH Kassel*, NJW-RR 1997, 110; *OVG Berlin*, Urteil vom 16.02.1966

Ausbau und ihre Weiterentwicklung. Mangels eigener Rechtsfähigkeit bedarf die Börse eines Trägers. Dieser hat ihr die für den Betrieb erforderlichen sachlichen und personellen Mittel zur Verfügung zu stellen⁵⁰.

Mit der Etablierung von XETRA-Best hat die FWB ihren Anstaltszweck verletzt.⁵¹ Denn sie betreibt den außerbörslichen Handel zum Nachteil der Börse, spaltet die Liquidität auf und untergräbt tendenziell diejenige des offiziellen XETRA-Orderbuchs.

- 3. BestEx-Funktionalität der NASDAQ Deutschland.** Neben XETRA-Best kam bis vor einigen Monaten als ein weiteres mögliches Internalisierungssystem die BestEx-Funktionalität der NADAQ Deutschland AG in Betracht, ein damaliges Marktangebot der Börse Berlin-Bremen, das inzwischen allerdings wieder eingestellt worden ist. Nach Auffassung der zuständigen Genehmigungsbehörde war auch dieses System Börsenhandel und nicht Internalisierung. Es sollten sogar Börsenpreise in BestEx zustande kommen⁵².

Das zugrunde liegende Marktmodell dürfte trotz des frühen Scheiterns dieses Systems⁵³ jedoch von theoretischem Interesse sein; es kann wie folgt beschrieben werden:

- a) Marktmodell.** Ähnlich wie im Düsseldorfer QUOTRIX sollte im elektronischen Handel der Börse Berlin-Bremen ein Quote-getriebener Handel durch Market-Maker stattfinden. Diese erklärten durch Eingabe von Market-Maker-Quotes ihre jederzeitige Abschlussbereitschaft. Ihre Quotierungen erfolgten unter Beachtung festgelegter Mindestvolumina und festgelegter Maximalspreads Diese Erklärungen (Vertragsangebote) waren an die Bereichsöffentlichkeit der Börse gerichtet und konnten von jedem Börsenteilnehmer angenommen werden. Dadurch sollten Vertragsabschlüsse zu Börsenpreisen jeweils zwischen dem Market-Maker und dem entsprechenden Börsenteilnehmern zustande kommen.

Das Börsengesetz sieht Market-Maker nicht vor; gleichwohl entsprach diese Verfahrensweise durchaus dem Gesetz, denn der Einsatz von Skontroführern als

(Az.: B 2/66). So auch die Begründung zum Regierungsentwurf zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 63.

⁵⁰ Ausführlich zur Rechtsstellung des Börsenträgers siehe *Kümpel-Hammen*, Börsenrecht, S. 108 ff.; *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, G. I. 5. Rdn. 139 ff.

⁵¹ So *Hammen*, WM 2002, 2129 ff 2136 unter der Voraussetzung, dass die Börse durch den Betrieb von XETRA Best ihren Kernaufgabenbereich, die gedeihliche Fortentwicklung der FWB zu fördern, verletzt, indem sie Liquidität in ein angeschlossenes bilaterales Best-System verlagert und den Handel unter Einschaltung von Vermittlungsmaklern (womit wohl auch die Vermittlungssoftware von XETRA gemeint sein dürfte; d. Verf.) verkümmern lässt.

⁵² Dazu *Franke/Baller*, Börsen-Zeitung vom 20.03.2003, S. 4.

⁵³ NASDAQ Deutschland wurde schon nach wenigen Monaten mangels Liquidität wieder eingestellt.

neutralen Vermittlern von Geschäftsabschlüssen ist lediglich für den Präsenzhandel vorgesehen, während für den elektronischen Handel keine näheren Bestimmungen zur Preisermittlung getroffen sind. Bezüglich der Preisbildung gilt dort lediglich § 24 Börsengesetz, wonach Börsenpreise ordnungsgemäß zustande kommen und der wirklichen Marktlage des Börsenhandels entsprechen müssen. Vertragsangebote müssen den Handelsteilnehmern zugänglich, die Annahme der Angebote muss ihnen möglich sein (§ 24 Abs. 2 Satz 1 Börsengesetz). Diese Voraussetzungen können selbstverständlich nicht nur durch einen order-driven-Handel erfüllt werden, sondern auch durch einen quote-driven-Handel oder durch ein Hybridsystem, wie es die Börse Berlin-Bremen kurze Zeit angeboten hat.

Dort wurde das Orderaufkommen für jedes Wertpapier gesondert in einem elektronischen Orderbuch zusammen mit den Quote-Eingaben der Market-Maker gesammelt. Es fand eine Eröffnungs- und eine Schlussauktion nach dem Meistausführungsprinzip statt, welches auch der Skontoführer im Präsenzhandel anwendet. Dazwischen wurde, wiederum entsprechend den Regeln des Präsenzhandels, fortlaufend gehandelt.

Der einzige wesentliche Unterschied bestand darin, dass durch die eingegebenen Quotes der Market-Maker zusätzliche Liquidität in das System eingespeist werden sollte. Diese Verfahrensweise wiederum entsprach dem Einsatz der Designated Sponsors und Market-Experts im elektronischen XETRA-Handel.

- b) BestEx-Funktion mit Price-improvement.** Hierauf aufgesetzt war nun die BestEx-Funktionalität der Berliner-Bremer Börse. Sie beruhte darauf, dass einem bestimmten Teilnehmerkreis und deren Retail-Kunden eine Preisermittlung nicht nur nach Maßgabe des börslichen Orderbuchs, sondern unter zusätzlicher Einbeziehung eines Referenzmarktes angeboten wurde und dass der daraus sich ergebende Preis noch durch einen Zu- oder Abschlag verbessert werden konnte, sofern eine derartige Preisverbesserung vereinbart war. Das Orderaufkommen und die Preisbildung der Börse wurden also aufgespalten in einen Teil, der ins elektronische Orderbuch wanderte und allein den dortigen Preisbildungsregeln unterlag und in einen anderen Teil, auf den die BestEx-Funktion angewandt wurde und bei dem zusätzlich die Preisbildung an einem Referenzmarkt einbezogen wurde und außerdem gegebenenfalls noch ein verabredetes Price-improvement stattfand.

Stellte ein so strukturierter Handel zu Sonderkonditionen noch einen Börsenhandel dar? Wohl nicht. - Hinsichtlich der Frage der Einbeziehung der Preisbildung von Referenzmärkten war die Frage noch unproblematisch, da § 24 Abs. 2 Satz 3

Börsengesetz (n. F.) diese Möglichkeit ausdrücklich vorsieht. Hierbei können hinsichtlich ihrer Preisbildung als Referenzmärkte auch börsenähnliche Einrichtungen im Inland oder organisierte Märkte im Ausland berücksichtigt werden. Referenzmarkt kann dementsprechend auch die NASDAQ USA sein (soweit sich die Betriebszeiten überlappen).

Ist es aber zulässig, den unter Einbeziehung eines Referenzmarkts gebildeten Preis noch mit einem individuell verabredeten Zu- oder Abschlag zu versehen, um ihn sodann als Börsenpreis auszuweisen? Hier bestehen doch erhebliche Bedenken, da der Börsenpreis damit zur Verhandlungssache der jeweiligen Vertragsparteien gemacht wird, die als Orderflow-Provider auftreten. Die verbesserten BestEx-Preise sind gerade nicht auf Grund von Angeboten zustande gekommen, die allen Handelsteilnehmern zugänglich waren; vielmehr richteten sich die Angebote nur an diejenigen Teilnehmer, die zuvor in eine vertragliche Sonderbeziehung zu dem BestEx-Market-Maker getreten sind. Der Hinweis darauf, insoweit bestehe für den Market-Maker Kontrahierungszwang, sodass jeder Börsenteilnehmer eine solche Sonderbeziehung aufnehmen könne,⁵⁴ dürfte demgegenüber nicht durchgreifen, weil Börsenpreise eine bestimmte Lage des allgemeinen Marktes zu einem bestimmten Zeitpunkt abbilden müssen und nicht durch eine vertragliche Sonderbeziehung zu einzelnen Handelsteilnehmern geprägt sein dürfen.

- 4. Neue Entwicklungen in der EU.** Schließlich soll die Betrachtung der Frage gewidmet sein, wie aus der Sicht der Gesetzgebung der Europäischen Union mit dem Problem der zunehmenden Internalisierung von Wertpapierorders umgegangen wird.

a) Novellierungsvorschlag der EU-Kommission. Der derzeit im Normsetzungsverfahren befindliche Vorschlag der EU-Kommission zu einer modifizierten Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte (ISD)⁵⁵ versucht, darauf eine Antwort in Gestalt eines Wettbewerbs- und Transparenzmodells zu geben. Sein Grundgedanke ist es, den Wettbewerb zwischen Börsen, börsenähnlichen Einrichtungen (Multilateral Trading Facilities, MTF) und anderen Finanzintermediären trotz des bestehenden Regulierungsgefälles nicht zu beschränken, insbesondere die Orderströme nicht durch Anordnung eines Börsenzwanges liquiditätsfördernd zu lenken.

⁵⁴ Franke/Baller, a.a.O. Die Streitfrage, ob in BestEx Börsenhandel stattfindet und Börsenpreise erzeugt werden, war im Jahr 2003 Gegenstand eines gerichtlichen Verfahrens zwischen der Deutschen Börse AG und der Börse Berlin-Bremen, dessen Ausgang mit Spannung abzuwarten gewesen wäre – das sich aber durch die Einstellung des BestEx-Systems erledigt hat..

⁵⁵ Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und 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 (WpDL-RiLi); Investment-Services-Directive, ISD.

Dabei nimmt der Kommissionsentwurf an, dass durch die Konzentration der Auftragsausführung auf Börsen die Markteffizienz nicht erhöht werde und dass vielmehr der Wettbewerb der Ausführungssysteme eine marktdynamisierende Wirkung zeitige, die zusätzliche Liquidität schaffen könne und auf eine Senkung der Transaktionskosten hinwirke. Die fortbestehende Fragmentierung der Märkte soll nach dem Kommissionsmodell aber durch kohärente Transparenzregelungen überwunden werden, die durchgängig in allen Orderausführungsstrukturen einzurichten sind. Verbunden sind sie mit einer Verpflichtung der Wertpapierhäuser zu einer platzübergreifenden best execution. Diese Vorschläge beruhen auf entsprechenden Empfehlungen der IOSCO und bilden das Kernstück folgender Regelungsmaßnahmen:

aa) Erhöhte Verpflichtung zur best execution. Es soll eine Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung des Kundenauftrags⁵⁶ im Sinne einer Verstärkung der bestehenden Bestimmungen zur best execution für die Wertpapierhäuser begründet werden. Diese soll die Verpflichtung enthalten, marktübergreifend alle Anstrengungen zu unternehmen, um dem Kunden im Rahmen des vorgegebenen Auftrags das bestmögliche Ausführungsergebnis zu gewähren. Dabei soll es in erster Linie auf den besten Preis, darüber hinaus aber auch auf andere Faktoren ankommen, wie Schnelligkeit und Wahrscheinlichkeit der Ausführung.

bb) Erhöhte Markttransparenz. Darüber hinaus sollen weitreichende Transparenzvorschriften als Grundlage für reaktive Liquiditätszuflüsse zu den jeweils günstigsten Märkten geschaffen werden. Diese beinhalten die Verpflichtung zur Pre-trade-Transparenz für MTFs⁵⁷ und auch für alle wesentlich liquiditätsspendenden Wertpapierhäuser in Bezug auf typische Kleinanlegerorders.⁵⁸ Damit sollen gerade auch die Internalisierer zur Transparenz verpflichtet werden, indem sie verbindliche Quotes für typische Größenordnungen von Kleinanlegerorders stellen und veröffentlichen sollen. Auf diese Weise sollen Anleger und ihre Intermediäre die notwendigen Preisinformationen über die wichtigsten außerbörslichen aktuellen Handelsmöglichkeiten erlangen.

Daneben soll auch eine umfassende Post-trade-Transparenz für Wertpapierhäuser in Bezug auf außerbörsliche – also auch für internalisierte – Geschäftsabschlüsse gelten⁵⁹.

⁵⁶ Bestmögliche Ausführung in Bezug auf den Kurs, die Kosten, die Schnelligkeit und die Wahrscheinlichkeit der Ausführung (Art. 19 Abs. 1 KommE einer WpDL-RiLi).

⁵⁷ Art. 27 KommE einer WpDL-RiLi.

⁵⁸ Art. 25 KommE einer WpDL-RiLi.

⁵⁹ Art 26 KommE einer WpDL-RiLi.

cc) Unverzögliche Weiterleitung nicht sofort ausführbarer Limitaufträge.

Wertpapierhäuser, denen es nicht gelingt, einen Kundenlimitauftrag unverzüglich auszuführen, sollen verpflichtet werden, diesen sofort an einen geregelten Markt zur Ausführung weiterzuleiten⁶⁰. Auf diese Weise soll vermieden werden, dass sich der Interessenkonflikt, in dem sich Internalisierer befinden, nachteilig für den Kunden auswirkt.

dd) Ausführungsvorrang für geregelte Märkte. Schließlich soll ein Ausführungsvorrang für geregelte Märkte und MTF – also nicht nur für genehmigte Börsen - gegenüber der Internalisierung gelten⁶¹. Jede außerbörsliche Ausführung, also auch die Internalisierung, soll nur mit ausdrücklicher vorheriger Zustimmung des Kunden zulässig sein. Eine generelle Zustimmung des Kunden soll in gesonderter Urkunde niedergelegt und jährlich zu erneuern sein.

b) Kritische Betrachtung. Der konzeptionelle Vorschlag der EU-Kommission ist in seiner Zielrichtung sehr zu begrüßen. Vom Ansatz der Gleichstellung der Ausführungsstrukturen her muss er aber als sehr weitgehend und durchaus nicht unproblematisch angesehen werden.

aa) Zweifel an Gleichstellung von Börsen und MTF. Es bestehen erhebliche Zweifel, ob die Gleichstellung der internalisierten Orderausführung und der Ausführung auf MTF's mit staatlich beaufsichtigten und hohen Anforderungen entsprechenden Börsen angemessen ist⁶² und ob insbesondere der damit verbundene Liquiditätsverlust der Börsen durch transparenzverbessernde Maßnahmen kompensiert werden kann.

An der Erhaltung und Verbesserung liquider Börsenmärkte besteht ein hochrangiges öffentliches Interesse.

Nur Börsen üben eine verlässliche Bewertungsfunktion für Finanzinstrumente aus. Ihre Preisermittlung ist auch für den Internalisierer als Referenzpreis nicht entbehrlich.

Die Allokationsfunktion der Börsen wird von MTF's und Internalisierern nicht wahrgenommen.

Dem deutschen Börsengesetzgeber war die Stärkung der Marktliquidität deswegen stets und ganz zu Recht ein besonders wichtiges Anliegen.

⁶⁰ Limit-order-handling-rule, Art. 20 Abs. 4 KommE einer WpDL-RiLi.

⁶¹ Art 20 Abs. 3 KommE einer WpDL-RiLi. Ablehnend hinsichtlich der Gleichstellung von Börsen und MTFs der Bundesratsbeschluss vom 14.03.2003 (BR-Drucks. 887/02, S. 3).

⁶² Bundesratsbeschluss vom 14.03.2003 (BR-Drucks. 887/02, S. 3); *Schlüter*, in: Stellungnahme des Bundesverbandes der Wertpapierhandelsfirmen e.V. vom 15.04.2003, S. 23 ff, zum KommE einer WpDL-RiLi und zum Draft-Report des Committee des EU-Parlaments vom 10.03.2003.

bb) Transparenzthese nicht ausreichend abgesichert. Die These der EU-Kommission, dass die mit der Internalisierung verbundene weitere Marktfragmentierung durch Kommunikation in Gestalt einer weitgehenden pre-trade-Transparenz für geregelte Märkte und MTF's und einer eingeschränkten pre-trade-Transparenz für liquiditätsspendende Wertpapierhäuser, sowie umfassende post-trade-Transparenz überwunden wird, ist nicht abgesichert.

In Teilen der betriebswirtschaftlichen Literatur ist in der Tat anerkannt, dass sich fragmentierte Märkte durch Kommunikation integrieren können, sodass die Nachteile der Fragmentierung idealiter vermieden werden können.⁶³

Es gibt aber keine umfassenden Untersuchungen und verlässlichen Erkenntnisse darüber, ob die Preise, die sich auf fragmentierten, aber kommunizierenden Teilmärkten bilden, nicht doch von schlechterer Qualität sein werden, wie diejenigen auf einem stärker integrierten Markt.

Auch wird die These von der Integration fragmentierter Märkte durch Kommunikation nur für hoch liquide Märkte für zutreffend gehalten. Derartige Märkte bestehen in Deutschland aber allenfalls bei den DAX-30-Werten. In den übrigen Bereichen würde die weitere Fragmentierung zu einer Verbreiterung der Preisspannen auch unter der Bedingung kommunizierender Teilmärkte führen.

cc) Praktische Umsetzungsschwierigkeiten. Folgt man dennoch der Wettbewerbs- und Transparenzthese, so ist doch festzustellen, dass die Schwierigkeiten bei der praktischen Verwirklichung eines durch Transparenz und best execution voll integrierten Marktes beträchtlich sind. Sie ergeben sich aus den unterschiedlichen Handelsarten und Preisbildungsmechanismen ebenso wie aus der unterschiedlichen Interessenlage der Handelsteilnehmer.

(1) Schwierigkeiten bei der Offenlegung. Eine echte pre-trade-Transparenz wäre nur dann gegeben, wenn von allen relevanten Marktteilnehmern die Offenlegung ihrer Handelsinteressen in gleicher Weise und in gleichem Umfang gefordert würde. Die Börsen

⁶³ *Cohen/Maier/Schwartz/Whitcomb*, *Microstructure of Securities Markets*, S. 158; *Schmidt*, *Kredit und Kapital*, 25, S. 125. Zu nennen ist hier das Consolidated-Quotation-System und das Intermarket-Trading-System in den USA, das post-trade-Transparenz bezüglich der Preise verschiedener Börsen des Landes und außerbörslicher Systeme (Nasdaq) schafft. Es wird deswegen in der Literatur bezweifelt, ob eine Fragmentierung des Orderstroms unter derartigen Bedingungen zu einer Verletzung der Preisprioritätsregeln führt (*Cohen/Maier/Schwartz/Whitcomb*, *Microstructure of Securities Markets*, S. 158).

und MTF müssten ihre Orderbücher in einem noch zu definierenden Umfang offen legen - was in Xetra zwar bereits stattfindet, im Präsenzhandel aber nicht -. Für den Präsenzhandel über Skontroführer, der mit geschlossenen Orderbüchern arbeitet, kann die Offenlegung der Orderlage im Skontro aber nur sehr eingeschränkt indiziert sein.⁶⁴

(2) Informationsflut. Es ist auch fraglich, ob das Modell eines idealen und volltransparenten Marktes in der Praxis des europäischen Wertpapierhandels annäherungsweise hinreichend gut funktionieren würde.

Denn in der täglichen Handelspraxis wäre die Fülle der Marktinformationen, die ein so umfassendes Transparenzgebot mit sich bringen würde, trotz des Einsatzes von elektronischen Anzeige- und Preisselektionssystemen wohl kaum noch überschaubar. Die Erfüllung der verschärften Verpflichtung zur Best execution wäre dann aber mit erheblichen handelshemmenden Recherchen, ihre Nichterfüllung mit möglichen Schadenersatzansprüchen verbunden.

(3) Kostenerhöhung. Ein gesteigertes Maß an Angebots- und Preistransparenz würde die Schaffung weiterer elektronischer Übertragungseinrichtungen erfordern. Hohe Investitionskosten für die Beteiligten wären die Folge.

dd) Zusätzliche Beschränkung der Internalisierung. Die Freiheit des Wettbewerbs, die die Kommission hochhält, ist zwar ein hohes Rechtsgut; die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit der Börsen verdient allerdings den Vorzug. Um Schaden für die Funktionsfähigkeit der Börsen und für die Preiseffizienz durch zunehmende Internalisierung abzuwenden, muss noch sorgfältig geprüft werden, ob nicht zusätzliche Einschränkungen geboten sind. Diese könnten in folgendem liegen:

- Internalisierung darf nur in hochliquiden Aktien stattfinden.
- Internalisierer werden verpflichtet, ihr Eigenhandelsinteresse vollständig offen zu legen.
- Internalisierer werden verpflichtet, in den Referenzmärkten in gleichem Umfang zu quotieren.⁶⁵

⁶⁴ Grundsätzlich für erhöhte pre-trade-Transparenz auch für geregelte Märkte, jedoch unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Marktstrukturen und Ordertypen, aber gegen eine generelle Veröffentlichung aller aktuellen Geld- und Briefkurse im Präsenzhandel sprach sich die Börsensachverständigenkommission in ihrer Stellungnahme vom Dez. 2002 aus. Gegen die Offenlegung der Orderbücher der Skontroführer sprachen sich der LAK (Schreiben an die Kommission vom 30.05.2003, S. 3) und die Börse Stuttgart (Stellungnahme vom 07.01.2003) aus. *Schuster*, Börsen-Zeitung vom 19.12.2002, S. 6, sieht die Gefahr einer Erweiterung der Spreads mit der Veröffentlichung verbindlicher Geld-Brief-Kurse verbunden.

⁶⁵ Damit würde zumindest ein Teil der verloren gegangenen Liquidität vom Internalisierer wieder an die Börsen zurückgeführt werden.

- Alternativ: Internalisierer werden verpflichtet, für jeden getätigten Abschluss ein Deckungsgeschäft über eine Börse zu leiten.⁶⁶

c) **Änderungsvorschläge des Parlamentsausschusses.** Die Vorschläge der EU-Kommission zu einer neuen ISD erfuhren in der parlamentarischen Beratung einige wichtige Modifikationen. Der Parlamentsausschuss für wirtschaftliche und finanzielle Angelegenheiten hat Abänderungsvorschläge entwickelt (Villiers-Report)⁶⁷, die die Internalisierung weniger stark einschränken sollen, insbesondere die Verpflichtung zur Pre-trade-Transparenz wieder auflockern und die Anforderungen an die best-execution ermäßigen.

aa) Abschwächung der Anforderungen an die best execution. Gegenstand der Kritik zahlreicher Verbände und Institutionen⁶⁸ waren die weitgehenden Anforderungen des Kommissionsvorschlags an die best execution. Ein Anspruch des Kunden auf die EU-weit absolut beste Ausführung schien ein zu hoch gestecktes Ziel – dessen Verfehlung unüberschaubare Schadenersatzansprüche im Gefolge haben könnte -; daher sollte statt des besten Ergebnisses ein intensives, platzübergreifendes Sich-Bemühen um die beste Ausführung geschuldet sein.⁶⁹ Die Wertpapierhäuser sollten jedoch wirksame Verfahren vorhalten⁷⁰, um den zuständigen Behörden jederzeit demonstrieren zu können, dass sie die entsprechenden Voraussetzungen für das Erzielen einer best execution geschaffen haben.⁷¹ Statt des „best possible result“ sollte lediglich das bestmögliche Ergebnis geschuldet sein, das in den Grenzen der vereinbarten Ausführungsgrundsätze vernünftiger Weise erreichbar ist.⁷²

⁶⁶ Dieser Vorschlag würde den Rechtszustand nach Art 29 AGB-Banken (a.F.) nachbilden, wonach jeder Selbsteintritt einer Kommissionärsbank in amtlich gehandelten Werten zu der Verpflichtung führte, anstelle des dem Börsenmarkt verloren gehenden Ausführungsgeschäfts ein Deckungsgeschäft gleichen Inhalts über die Börse zu leiten. Auf diese Weise war der mit dem Selbsteintritt verbundene Liquiditätsverlust kompensiert.

⁶⁷ DRAFT REPORT des Committee on Economic and Monetary Affairs des Europäischen Parlaments vom 10.03.2003 (Berichterstatlerin: Theresa Villiers).

⁶⁸ Statt vieler siehe Stellungnahme des ZKA gegenüber dem BMF vom 17.01.2003, S. 27 ff., der die fehlende Möglichkeit moniert, die einzelnen Parameter der Orderausführung in ein gewichtetes Verhältnis zueinander setzen zu können, sodass sich die best execution rechtssicher bestimmen liesse.

⁶⁹ „...„the best result reasonably achievable under the terms of the execution policy agreed between the firm and the client.“ (Abänderungsvorschlag des Draft-Report Villiers zum Erwägungsgrund 26 der ISD).

⁷⁰ ... „are responsible for making arrangements“...

⁷¹ “It is appropriate to require investment firms to have in place effective and efficient procedures so as to be able to demonstrate to the competent authority that it has met its best execution obligations.” (Abänderungsvorschlag des Draft-Report Villiers zum Erwägungsgrund 26 der ISD).

⁷² ...“that the client obtains the best result reasonably achievable, under the execution policy described in Article 20.3, for the size and type of the customer’s order, taking into account any specific instructions from the client. The execution policy shall cover price, costs, speed and likelihood of execution, and the execution venue to which the firm has access.” (Abänderungsvorschlag des Draft-Report Villiers zu Art 19 der ISD).

bb) Geringere Anforderungen an die außerbörsliche Orderausführung. Der Kommissionsvorschlag fordert die vorherige Zustimmung des Kunden für jede Orderausführung außerhalb geregelter Märkte und MTFs, will es aber den Mitgliedstaaten überlassen, zu entscheiden, ob die Zustimmung im Einzelfall oder generell erteilt werden kann; letzteren Falles soll sie gesondert dokumentiert und jährlich erneuert werden.

Das Committee beschränkte das Erfordernis vorheriger Zustimmung auf Retail-Kunden, (denen die execution policy des Wertpapierhauses zu erläutern ist) und will es den Mitgliedstaaten überlassen, darüber zu entscheiden, ob die Zustimmung im Einzelfall einzuholen ist oder ob es genügt, dass sie zu Beginn der Geschäftsbeziehung vorliegt.

Demgegenüber sollte angestrebt werden, dass EU-weit ein einheitliches Verbraucherschutzrecht dergestalt gilt, dass die Zustimmung des Kunden, der ein Verbraucher ist, stets im Einzelfall vor Ausführung eines Auftrags außerhalb der geregelten Märkte einzuholen ist. Lediglich Nicht-Verbraucher sollten zu rechtswirksamen generellen Zustimmungserklärungen berechtigt sein - die zwar gesondert zu dokumentieren sind, auf deren jährliche Erneuerung aber verzichtet werden könnte.

Es scheint notwendig, im Interesse einer Erhaltung und Stärkung der Liquidität der geregelten Märkte und zum Schutz dieser Anlegergruppe einen Vorrang der Ausführung von Orders von Verbrauchern auf geregelten Märkten und MTFs europaweit einheitlich einzuführen (bzw. dort beizubehalten, wo er bereits besteht).⁷³

cc) Modifikation der Ausführungsvorrangs auf regulated markets und MTF. Der Ausschuss des EU-Parlaments will das generelle vorherige Einverständnis des Kunden mit außerbörslicher Orderausführung genügen lassen, wenn das Wertpapierhaus dem Kunden zuvor seine execution policy insoweit erläutert hat. Dieses generelle Einverständnis sollte (muss aber nicht) in einem gesonderten Abschnitt enthalten sein und muss nicht jährlich erneuert werden.⁷⁴

Demgegenüber wäre es einleuchtend, EU-weit ein einheitliches Verbraucherschutzrecht dergestalt zu schaffen, dass die Zustimmung des Kunden, der ein Verbraucher ist, stets im Einzelfall vor Ausführung eines Auftrags außerhalb der geregelten Märkte einzuholen ist. Lediglich Nicht-Verbraucher sollten zu rechtswirksamen generellen Zustimmungserklärungen berechtigt sein - die zwar gesondert zu dokumentieren sind, auf deren jährliche Erneuerung aber verzichtet werden könnte.⁷⁵

⁷³ Vgl. *Schlüter*, in: Stellungnahme des Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V. vom 15.04.2003, S.15 zum Draft Report des Committee on Economic and Monetary Affairs des Europäischen Parlaments vom 10.03.2003.

⁷⁴ Art. 20 Abs. 3 des Draft Report des EU-Parlamentarsausschusses vom 10.03.2003.

⁷⁵ *Schlüter*, a.a.O. S. 15.

dd) Streichung der Limit-order-handling-rule. Der Parlamentsausschuss trat für eine Streichung der Limit-order-handling-rule⁷⁶ mit der Begründung ein, sie könne sich gegen die Kundeninteressen richten, die Bestausführung verhindern und sich als eine faktische Konzentrationsbestimmung zugunsten geregelter Märkte auswirken.⁷⁷

Demgegenüber erscheint der Vorschlag der EU-Kommission als richtig und notwendig. Bei der Internalisierung konfliktieren Eigeninteresse des Wertpapierhauses und Kundeninteresse. Wegen des vorrangig zu beachtenden Kundeninteresses darf Internalisierung daher nur unter Einhaltung strenger Regeln und stets nur nach Maßgabe dieses Kundeninteresses stattfinden. Die unverzügliche Offenlegung einer intern nicht unverzüglich ausführbaren Limitorder liegt generell im Kundeninteresse. Ausnahmen hiervon sind vom Kunden im Einzelfall festzulegen, sodass sein abweichendes Interesse im Einzelfall geschützt ist.⁷⁸

ee) Streichung der Verpflichtung zur pre-trade-Transparenz von Wertpapierhäusern.

Der Parlamentssausschuss empfahl des weiteren eine Streichung von Art 25 des Kommissionsvorschlags, der wesentlich liquiditätsspendende Wertpapierhäuser zur Veröffentlichung handelbarer Quotes in Retail-Ordergrößen verpflichten sollte, um Preistransparenz und EU-weite Abschlussmöglichkeit als Grundlage der best-execution-Anforderung zu schaffen⁷⁹. Der Ausschuss befürchtete überwiegend negative Auswirkungen für die Märkte und für den Privatanleger von dieser Verpflichtung.⁸⁰

Demgegenüber ist der Vorschlag der EU-Kommission überzeugend, die beabsichtigte Streichung abzulehnen.

⁷⁶ Für eine Streichung auch der ZKA in seiner Stellungnahme an das BMF vom 17.01.2003, S. 30 ff.

⁷⁷ "The limit order rule would not assist price discovery and would be against the interests of clients. The market could move against the client if its order was published. Market infrastructure limitations mean that Article 20.4 would force limit orders on to regulated markets, acting as a de facto concentration rule, the deletion of which has obtained virtually unanimous assent. Execution on a regulated market may also prevent best execution from being obtained."

⁷⁸ *Schlüter*, a.a.O., S. 17.

⁷⁹ Hierzu gab es uneinheitliche Voten innerhalb des ZKA: BdB und BVR für Streichung, DSGV mit abweichender Stellungnahme (s. Schreiben des ZKA an das BMF vom 17.01.2003, S. 41, 42 und Vorschlag des DSGV/VÖB vom 07.02.2003, S. 9 ff.

⁸⁰ "Article 25 would cause excessive counterparty exposure for investment firms by compelling them to quote prices and buy and sell shares, regardless of the type of customer. This would cause spreads to widen and damage liquidity by deterring market making. It would be such a significant barrier to market entry that it would reintroduce a mandatory concentration rule - it would prevent investment firms from competing with exchanges. The high costs of Article 25 would be compounded by the lack of infrastructure for making quotes public. There are many ambiguities in Article 25. It is not necessary for efficient price formation or for best execution, which should be policed by using post trade transparency. The net result of the Article would be less choice, higher costs and poorer prices for the investor."

Anders als die orderinternalisierenden Wertpapierhäuser erfüllen die Wertpapierbörsen volks- und betriebswirtschaftlich wichtige Allokations- und Bewertungsfunktionen, die im öffentlichen Interesse liegen. Sie müssen daher sehr hohen organisatorischen und regulativen Anforderungen genügen. Zudem stehen sie bereits heute in scharfem Preiswettbewerb untereinander. Die Erhaltung und Förderung der Liquidität des Handels an den Börsen muss daher ein vorrangiges Bestreben des Gesetzgebers sein. Internalisierende Wertpapierhäuser erfüllen diese Funktionen nicht. Sie stellen keine Allokationsmärkte für die eigenkapitalsuchende Unternehmerschaft bereit; ihre Preisbildung ist lediglich eine von börslichen Referenzmärkten abgeleitete. Sie ziehen Liquidität von den Börsenmärkten ab und schaden dadurch deren Allokations- und Preisbildungseffizienz, ohne die Defizite zu substituieren. Die von der EU-Kommission vorgeschlagene pre-trade-Transparenzpflicht der Wertpapierhäuser sollte aber nur für die systematische Internalisierung gelten (Ein Volumengrenzwert wäre festzulegen). Sie ist ein Ausgleich für den Liquiditätsentzug an den Börsen, der als solcher aber noch nicht ausreicht, sondern um eine Verpflichtung zur Quotierung auf einem Referenzmarkt ergänzt werden sollte.⁸¹ Denn es bleibt nach dem Kommissionsvorschlag unklar, ob und inwiefern das zur Offenlegung seiner Quotierungen verpflichtete Wertpapierhaus jedem anderen handelsteilnehmenden Institut gegenüber kontrahierungspflichtig sein soll.⁸² Diese Frage könnte dadurch gelöst werden, dass die Wertpapierhäuser auf einem regulated market entsprechend quotieren müssen oder dass sie ein Deckungsgeschäft über einen geregelten Markt oder über ein MTF zu leiten verpflichtet sind;⁸³ dies entspräche der früheren Verpflichtung der in Selbsteintrittskommission handelnden Banken in Deutschland nach dem damaligen Art 29 AGB-Banken.⁸⁴

- c) Ratsvorschlag vom 06.10.2003.** Viele wichtige Vertreter des Finanzplatzes Deutschland haben sich mit Recht gegen die stark angelsächsisch beeinflusste⁸⁵ Relativierung der Anforderungen ausgesprochen, die der Parlamentsausschuss empfohlen hat. Erfreulicher Weise haben diese vielfachen und vielfältigen Gegenvorstellungen zu einem

⁸¹ Schlüter, a.a.O., S. 18: "(33)...it is appropriate to require investment firms dealing on own account to initiate an equal negotiation on a regulated market or MTF."

⁸² So auch die Kritik des DSGV/VÖB a.a.O. S. 9.

⁸³ So auch der Vorschlag der Länder im Bundesratsbeschluss vom 14.03.2003 (BR-Drucks. 887/02, S. 3);

⁸⁴ Sie wurde eingeführt, um Schäden für die Börsenmärkte und für das Anlegerpublikum abzuwenden, die durch den Überhand nehmenden Selbsteintritt der Banken in Kundenorders drohten. Eine ähnliche Situation droht bei fortschreitender Tendenz zur internalisierten Orderausführung.

⁸⁵ In Großbritannien ist die Orderinternalisierung bereits sehr weit verbreitet und die englische Vertretung in Brüssel, die sich für die Interessen der internalisierenden englischen Wertpapierhäuser einsetzte, ist bekanntlich seit Jahren sehr intensiv und erfolgreich tätig.

Ratsvorschlag geführt, der das ursprüngliche Konzept der EU-Kommission weitgehend beibehalten hat.

aa) Kompromissformel zur best-execution-Anforderung. Der Rat schlägt vor, den Wertpapierhäusern nicht die Verpflichtung zur best execution im Sinne eines bestimmten (fraglich ob genügend bestimmten!) Ergebnisses, sondern lediglich die Verpflichtung aufzuerlegen, alle vernünftigen Schritte zur Erreichung des besten Ausführungsergebnisse für den Kunden zu unternehmen, wobei Preis, Kosten, Schnelligkeit, Ordergröße, Wahrscheinlichkeit der Ausführung und Abwicklung neben anderen ausführungsrelevanten Umständen in Betracht zu ziehen sind.⁸⁶

bb) Zustimmung des Kunden für außerbörsliche Ausführung. Jeder Orderausführung außerhalb eines regulated market oder eines MTF soll der Kunde vorher ausdrücklich und entweder in genereller Form oder in Bezug auf jede individuelle Transaktion zustimmen müssen. An dem Erfordernis der Kommission, ein allgemeines Einverständnis in einem separaten Dokument erteilen und jährlich erneuern zu müssen, will der Rat allerdings nicht festhalten.

cc) Limit-order-handling-rule. Hier behält der Rat den Kommissionsvorschlag in der Zielrichtung praktisch unverändert bei, will es aber den Mitgliedstaaten überlassen, zu entscheiden, ob die Wertpapierhäuser der Transparenzverpflichtung genügen, indem sie die Limit-Order an einen regulated market oder ein MTF leiten. Die Ratsformulierung stellt in jedem Fall klar, dass die nicht sofort ausführbare Limit-Order unverzüglich in einer Weise veröffentlicht werden muss, dass sie anderen Marktteilnehmer leicht zugänglich ist. Dies kann also auch dadurch geschehen, dass das Wertpapierhaus selbst den freien Zugang für jeden anderen Marktteilnehmer zu der im eigenen Haus behaltene Limit-order bietet.

dd) Pre-trade-Transparenz für systematische Internalisierer. In Übereinstimmung auch mit den Vorschlägen des Bundesrats⁸⁷ hat der Rat der Europäischen Union nur die systematische Internalisierung mit erhöhten pre-trade-Transparenz-Pflichten belegt: Systematische Internalisierer müssen feste Quotes (ggfs. auch Ordergrößen) für alle Werte⁸⁸ veröffentlichen, in denen sie handeln wollen und die zu einem regulated market zugelassen sind. In nicht liquiden Märkten hat dies jedoch nur auf Anfrage eines Kunden zu geschehen. Die Quotes müssen für andere Marktteilnehmer auf kommerzieller Basis leicht zugänglich sein. Die systematischen Internalisierer müssen die ihnen vorliegenden

⁸⁶ „...that investment firms take all reasonable steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size nature or any other consideration relevant to the execution of the order.“ (Art. 19 Abs. 1 des Ratsvorschlags vom 06.10.2003 zur ISD).

⁸⁷ BR-Beschluss vom 14.03.2003, BR-Drucks. 887/02, S. 4.

⁸⁸ Ausgenommen für größere als normale Marktorders.

Retail-Kunden-Orders zu den von ihnen so quotierten Preisen ausführen. Sie könne sie unter gewissen Bedingungen zu einem besseren Preis ausführen.⁸⁹

Die Frage des open access zu den vom systematischen Internalisierer veröffentlichten Quotes will der EU-Rat dahingehend lösen, dass dieser auf nichtdiskretionärer Basis darüber entscheiden kann, wem er den Zugang eröffnen will.

Zur Begrenzung des Risikos, vielfachen Transaktionen eines und desselben Kunden ausgesetzt zu sein, soll der systematische Internalisierer berechtigt sein, die Zahl der Transaktionen mit einem Kunden in nicht diskriminierender Weise zu begrenzen.

Weitere Einzelheiten sollen im Kommittologieverfahren geregelt werden.

Es bleibt mit Spannung abzuwarten, auf welchen Text sich Europäisches Parlament und Kommission einigen werden. Die künftige Börsenlandschaft in Europa, die Erhaltung und Stärkung der Liquidität der Börsenmärkte, ihre Markt- und Preiseffizienz und damit verbunden auch der Anlegerschutz, werden von diesen Entscheidungen wesentlich abhängen.

10.03.2004 / Dr. Schlüter

⁸⁹ Wenn die Ordergröße diejenige einer normalen Retail-Order übersteigt und der Ausführungspreis in eine Spanne fällt, die veröffentlicht wird und marktnah ist (Art. 25 Abs. 2 des Ratsvorschlags vom 06.10.2003 zur ISD)