

Börsen-Zeitung

30.05.2001

Ausgabe:102

Seite: 5

Autor:

Ekkehard Kurth *)

Alternative Systeme wie Börse-light regulieren

Börsen-Zeitung, 30.5.2001

Die Börsensachverständigenkommission (BSK) hat gesprochen. In Kurzfassung: Die zu regelnden Sachverhalte, d. h. "Wertpapierhandelssysteme und die sog. Kontrahentensysteme", sind als unterschiedliche Handelssysteme im Funktionen- und Anlegerschutz unterschiedlich zu behandeln. Insbesondere das Wertpapierhandelssystem müsse, so der Vorschlag der BSK, einen abgestuften Anleger- und Funktionenschutz erhalten. Dabei weisen bestimmte Handelssysteme - die BSK nennt sie zu Recht "Handelssysteme mit Marktplatzfunktion" - eine frappierende Ähnlichkeit mit den Börsen auf. Ob derartige Systeme "Börsen" im Rechtssinne des Börsengesetzes sind, prüfen die Börsenaufsichtsbehörden der Länder regelmäßig.

Hessens Aufsicht prüft

In den USA waren Alternative Transaktionssysteme (ATS) der Lösungsansatz zur Behebung von Ineffizienzen des US-Aktienmarktes, insbesondere der traditionell vom Parketthandel geprägten US-Börsen. In Europa eröffnen sich Chancen für ATS vor allem aufgrund der fragmentierten Wertpapier- und Derivatemarkte. Die technischen Möglichkeiten für die Schaffung neuer elektronischer Plattformen sind da und werden auch für kleinere Betreiber erschwinglich. Die Hessische Börsenaufsicht prüft bisher regelmäßig, auch im Einvernehmen mit den Betreibern, ob es sich bei ATS um Börsen im Rechtssinne handelt. Regelmäßig fehlte es an einem dem börslichen vergleichbaren Preisbildungsprozess oder anderen Kriterien.

Trotz dieser Prüfungsergebnisse kann die Situation nicht auf sich beruhen: Reichen die aufsichtsrechtlichen Regeln, um einen entsprechenden Anlegerschutz zu gewährleisten? Muss die bundesdeutsche Regulierung Regelungen zur Organisation von Handelsplattformen "unterhalb" der Regulierung der Börsen vorhalten, um Investoren nicht auf ausländische Standorte wegzudrücken? Vorstellbar wäre eine "Börse-light"-Regulierung, die mit geringstem organisatorischem Aufwand eine dem Investorenschutz genügende Regulierung zur Verfügung stellt.

Regulatorische Risiken der jetzigen Situation liegen in der unzureichenden Überwachung des Handelsgeschehens mit der Möglichkeit von Preismanipulationen. Es bestehen Unsicherheiten über die Systemkapazitäten und -sicherheit, auch sind Interessenkonflikte zwischen Kunden und Systembetreibern denkbar. Zudem bestehen keine Regelungen für Information und Überwachung von Preisbildungssystemen.

§ 10 BörsG berücksichtigen

Man wird "interne Marktplätze" von Banken, auf denen Kundenorders (vornehmlich von privaten Anlegern) ausgeführt werden sollen, bereits wegen der Regelung des § 10 Börsengesetz in diese Überlegungen mit einbeziehen müssen, da §10 Börsengesetz den Kunden vor einer exzessiven Nutzung der Verlagerungsmöglichkeit auf unterschiedliche börsliche Plattformen schützen wollte. Zur Abgrenzung zwischen Börsen und außerbörslichen Systemen liegt keine gesetzliche Begriffsdefinition vor. In der Rechtslehre und in der Verwaltungspraxis (der Hessischen Börsenaufsicht) wurden aber tragfähige Kriterien entwickelt, bei deren Vorliegen von einer Börse im Sinne des Börsengesetzes auszugehen ist. Kennzeichnend ist insbesondere, dass ein System vorliegt, das Angebot

und Nachfrage nach einheitlichen Regeln unter Akzeptanz der Handelspartner als Geschäftspartner von vornherein vorsieht und über einen Preisbildungsmechanismus verfügt, der nicht nur bilaterale Vereinbarungen von Handelsteilnehmern ermöglicht.

Preisbildungsprozess fehlt

Alternative Transaktionssysteme, die nicht als Börse anzusehen sind, sind allgemein dadurch gekennzeichnet, dass der Handel direkt zwischen den Parteien stattfindet. Kennzeichnend ist, dass der Handel nicht auf einem "Marktplatz" zwischen verschiedenen Teilnehmern stattfindet, die konkurrierende Orders und Quotes in das System einstellen. Nach dieser Abgrenzung sind als Börsen im Rechtssinne anzusehen Proprietary Trading Systems (PTS), Systeme, die den anonymen Handel zwischen einer Vielzahl von Teilnehmern nach festgelegten Regeln ermöglichen ("Marktplatz"). Sowohl der Betreiber als auch die übrigen Teilnehmer stellen Orders und Quotes in das System ein und nehmen Angebote anderer Teilnehmer an. Bei den durch die Hessische Börsenaufsicht geprüften ATS fehlte es häufig an einem für eine Börse erforderlichen qualifizierten Preisbildungsprozess, an einheitlichen Handelsbedingungen oder an einer organisierten Zusammenführung von Angebot und Nachfrage. Die Teilnehmer konnten dann nur mit dem Systembetreiber handeln.

Eine künftige Regelung müsste von folgenden Grundlagen ausgehen: Börsen bedürfen der Genehmigung und unterliegen einer umfassenden Rechts- und Marktaufsicht durch die Börsenaufsichtsbehörden der Länder. Der Betrieb von ATS stellt regelmäßig eine Finanzdienstleistung im Sinne des KWG dar, der Betreiber benötigt eine bankrechtliche Erlaubnis durch das BAKred. Keine Überwachung findet statt hinsichtlich der Marktgleichheit, Fairness und Manipulationsfreiheit des Preisbildungsprozesses sowie der Systemsicherheit (wie durch die Börsenaufsicht).

Zielkatalog

Ziele einer eventuellen Regulierung alternativer Transaktionssysteme müssten daher sein:

- Schaffung fairer Bedingungen zwischen Börsen und ATS.
- Innovationen dürfen nicht behindert werden.
- Der Anlegerschutz und damit die Überwachung mit Blick auf Marktgleichheit, Fairness, Manipulationsfreiheit sowie Systemsicherheit müssen gewährleistet sein.
- Ein internationaler Ansatz zur Vermeidung regulatorischer Arbitrage ist wünschenswert.
- Zersplitterung von Liquidität vermeiden (ggf. "Börsenzwang"?).

Die Diskussion um eine Regulierung ist noch völlig offen. Konkrete Vorschläge liegen bis auf das mehr interessenpolitisch zu wertende BSK-Papier bisher nicht vor.

Internationaler Vergleich

Bei einem internationalen Vergleich findet man folgende Regelungen: Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie definiert den Begriff der Börse nicht, sondern setzt ihn voraus. Europaweit werden Alternative Transaktionssysteme entweder als Wertpapierdienstleister behandelt oder als Börse zugelassen. Die EU-Kommission beabsichtigt, ATS durch Ergänzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zu erfassen. Das Schweizer Börsengesetz sieht vor, dass die Aufsichtsbehörde Alternative Transaktionssysteme ganz oder teilweise dem Börsengesetz unterstellen oder auf die Unterstellung verzichten kann, wenn der Gesetzeszweck es rechtfertigt. Konkretisierungen für diese Unterstellungsmöglichkeit enthält die Börsenverordnung. Die Financial Services Bill im Vereinigten Königreich, die im Entwurf vorliegt, enthält keine spezifischen Regelungen. In

den USA werden Börsen im Securities Exchange Act 1934 definiert und durch Bestimmungen der Regulation ATS ergänzt. Im Rahmen der Regulation ATS werden Betreiber vor die Wahl gestellt, sich entweder als Börse registrieren zu lassen oder der Regulation ATS zu unterwerfen.

Börse muss definiert werden

Die Bewertung der Vorschläge der BSK und die Möglichkeiten einer Regulierung in Deutschland zeigen folgendes Bild: Es hat Versuche im Rahmen früherer Novellierungen gegeben, die Börsendefinition im Börsengesetz klarer zu regeln. Die Chance könnte sich durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz erneut ergeben; diese Regelung müsste klar regeln, unter welchen Voraussetzungen eine Börse vorliegt bzw. unter welchen Voraussetzungen ein Antrag auf Zulassung als Börse erfolgen kann. Der Weg der BSK, allein nach dem Element der "Zulassung" vorzugehen und diese als konstitutiv für die Einordnung als Börse im Rechtssinne anzusehen, ist unter der Geltung des jetzigen Börsenrechts rechtlich unzulässig, da sich aufgrund der materiell zu ermittelnden Merkmale das Vorliegen einer Börse mit der Rechtsfolge der Genehmigung ergibt. Durch künftige gesetzliche Regelungen, also "de lege ferenda", ist eine Vorschrift denkbar, wonach die "Zulassung" die Eintrittsbedingung für Rechtsfolgen nach dem Börsengesetz ist. Aber wollen wir das? Die Folge wäre - und der Vorschlag der BSK zeigt dies deutlich - eine kasuistische Regelung für sich schnell wandelnde Sachverhalte. Für jedes denkbare Handelssystem müssten spezielle Schutznormen entwickelt werden, die Funktionen und Anleger im Blick haben. So werden bereits Veröffentlichungs- und Informationspflichten begründet, die die Öffentlichkeit mit einer Menge nicht mehr zu kontrollierender Informationen überschütten, die bei jeder Änderung angepasst werden müssen. Ob dadurch "Transparenz" begründet wird, ist sehr fraglich.

Zulasten der Transparenz

Wie sollen Privatkunden in die Lage versetzt werden "zeitnah die Entwicklung von Preisen und Volumen zu verfolgen"? Im Übrigen könnten nach einer entsprechenden Rechtsänderung auch Träger von öffentlich-rechtlichen Börsen als Betreiber privatrechtlicher Handelssysteme auftreten. Wer kontrolliert diese? Wie erfolgt die Abgrenzung zur öffentlich-rechtlichen Börse? Wie erfolgt die Abgrenzung zwischen Zuständigkeiten des BaKred, des BAWe und der Börsenaufsichten? Ein Austrocknen der öffentlich-rechtlichen Börse wäre möglich, und das Gegenteil von Transparenz träte ein.

Im Übrigen könnte es gemäß der von der BSK vorgesehenen Regelung für die existierenden Börsen völlige unübersehbare ökonomische Folgen geben, wenn ein "Marktplatz" neuer Definition der EU-Kommission als "regulated market" gemeldet werden kann, obwohl im Aufsichts- und Organisationsbereich keine vergleichbaren Regelungen bestehen. Die alleinige Information über Preise und Umsätze im Nachhinein, die Information über Systeme und Referenzmärkte kann nicht als "Regulierung" angesehen werden. Es ist auch angesichts der bestehenden Regulierungsempfehlungen zu Art. 1 Nr. 13 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie sehr fraglich, ob der Status eines regulierten Marktes zu erlangen wäre.

Börsenaufsicht soll es richten

Es muss Regelungen zum Ordnen der ATS geben. Die von der BSK gezogene Aufteilung in Kontrahenten- und Marktplatzsysteme ist gut brauchbar und passt sich auch in die internationale Regelungslandschaft ein. Ziel muss es aber sein, die Grundzüge gesicherten Handels in Bezug auf System, Kursbildung, Anlegerschutz, Clearing nicht zu verlassen. Man

produziert andererseits nicht mehr lösbare Probleme der öffentlichen Akzeptanz. Der Weg sollte deshalb der Ausbau der vorhandenen Kontrollfunktionen bei den Börsenaufsichten sein, die über das rechtliche Instrumentarium in die Lage versetzt werden, leichtere Abgrenzungen zu finden und Innovationen mitzugestalten. Es kann durchaus bei Finanzdienstleistern ein Bedürfnis für eine von Organisationsvorschriften abgespeckte Börse, quasi eine "Börse-light", geben. Diese würde den nach der Aufteilung der BSK vorgesehenen "Marktplatz" mit umfassen.

Zur Abgrenzung zwischen Kontrahentensystem und Marktplatz bedarf es der Diskussion des Börsenbegriffs. Eine enge Börsendefinition würde den Abgrenzungsprozess erleichtern. Hierdurch könnten ATS, die als börsenähnliche Einrichtung zu qualifizieren wären, bestimmten Vorschriften des Börsengesetzes unterworfen werden. Diesen Weg hat die Schweiz gewählt.

Präferenz für Modell Schweiz

Die Schaffung einer Börsendefinition in Abgrenzung zu sonstigen Systemen ist außerordentlich komplex. Daher erscheint die "Schweizer Lösung" in Deutschland als eine kurzfristig umzusetzende Minimallösung. Hier wäre beispielsweise mit der Anwendung der Vorschriften über einen regulierten Preisbildungsprozess, der sich anlehnte an vorhandene akzeptierte Systeme, zu denken; denkbar und notwendig wäre auch die Anerkennung von Aufsichtsregularien, wie interner Handelsüberwachungsstelle und Regelung der Aufsicht durch die Börsenaufsicht. Eine solche Entwicklung deckte sich durchaus mit den Regulierungen im europäischen wie auch im amerikanischen Rechtsraum.

Die Aufsichtszuständigkeit sollte aber wegen der Sachnähe zur Börsenaufsicht, der Ausnutzung von Synergieeffekten und des sinnvollen Ressourceneinsatzes den Ländern im Rahmen ihrer grundgesetzlichen Verwaltungszuständigkeit zufallen.

*) Der Autor ist Ministerialdirigent im Hessischen Wirtschaftsministerium und Leiter der Aufsicht über die hessischen Börsen.