

Band 113

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dieter Zobl
Prof. Dr. Mario Giovanoli
Prof. Dr. Rolf H. Weber
Prof. Dr. Rolf Sethe

Matthias Portmann

Best execution im Spannungsfeld neuer Finanzmarktphänomene

Schulthess § 2013

Inhaltsverzeichnis

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XVII
LITERATURVERZEICHNIS	XXIX
MATERIALIENVERZEICHNIS	LXI

1. TEIL: GRUNDLAGEN UND PROBLEMERFASSUNG 1

WERTPAPIERHANDEL GESTERN UND HEUTE	1
§ 1. <i>Entstehung von Wertpapieren und Börsen</i>	1
I. Mobilisierung des Handels	1
II. Handel mit Wechseln und Entstehung von Börsen.....	2
III. Entwicklung weiterer Finanzinstrumente	4
IV. Hauptkenntnisse aus der Geschichte	5
§ 2. <i>Heutige Phänomene</i>	6
I. Fragmentierung der Liquidität.....	6
II. Einfluss der Informationstechnologie.....	9
III. High Frequency Trading und Entmaterialisierung.....	10
IV. Bedeutungszunahme von Clearing & Settlement	12
§ 3. <i>Zusammenfassung und Würdigung</i>	13
GANG DER UNTERSUCHUNG	15

2. TEIL: BEST EXECUTION IN DER SCHWEIZ 17

ETYMOLOGISCHE EINLEITUNG	17
PRIVATRECHTLICHE ANALYSE	18
§ 4. <i>Rechtsgrundlagen der Pflicht zur bestmöglichen Ausführung</i>	18
I. Vertragsrechtliche Grundlagen.....	18
1. Bei der Anwendung von Kommissions- oder Auftragsrecht.....	18
a. Ausgangslage	18
b. Sorgfaltspflicht als Grundlage von best execution	20
2. Bei der Anwendung von Kaufrecht.....	21
3. Vertragsauslegung.....	23
II. Rechtsgrundlagen in Verbundkonstellationen.....	25
III. Zusammenfassung	26
§ 5. <i>Privatrechtliche best execution bei interessenwahrender Ausführung</i>	27
I. Pre-execution.....	27
1. Interessenlage bei der Information über Ausführungsmöglichkeiten	27
2. Zum Umgang mit Weisungen	30
II. Ausführung im engeren Sinn.....	34
1. Vorbemerkung und Grundlagen	34
2. Interesse an rascher und vollständiger Ausführung	35
a. Anforderungen an den Intermediär	35
b. Schranken der umgehenden und vollständigen Ausführung	36
ba. Kontrollmassnahmen	36

	bb.	Interessenanalyse im Hinblick auf die Auftragsstaffelung.....	37
	c.	Interessenlage bei zeitgleichen Aufträgen.....	38
3.		Weitere relevante Ausführungsfaktoren.....	39
	a.	Interessenlage bezüglich Kosten und Preis.....	39
	aa.	Berücksichtigung eigener Kosten.....	39
	ab.	Kundenspezifische Interessendifferenzierung.....	40
	b.	Interesse an Risikominimierung.....	41
	ba.	Bedeutungszunahme der Risikoanalyse.....	41
	bb.	Gegenparteiisiko – Ausfall der Central Counterparty (CCP).....	42
	bc.	Gegenparteiisiko – Ausfall des «eigenen» Intermediärs.....	43
	bd.	Settlement-Risiken.....	45
	be.	Zusammenfassung.....	46
4.		Interessenlage bei Ausführungsort und Clearing & Settlement-System.....	46
	a.	Ausführungsplatz.....	46
	aa.	Zunehmende Bedeutung und Grundlagen.....	46
	ab.	Handelsplatzzugang / Vergleich von Abschlussoptionen.....	47
	b.	Auswahl des Clearing & Settlement-Systems.....	49
	c.	Zusammenfassung.....	50
III.		Post-execution.....	50
	1.	Rechenschaft und Ablieferung.....	50
	a.	Rechtsgrundlagen.....	50
	b.	Rechenschaftspflicht (Abrechnung und Dokumentation).....	51
	c.	Ablieferungspflicht.....	52
IV.		Zusammenfassung.....	54
§ 6.		<i>Privatrechtliche best execution bei Eigeninteressen des Intermediärs.</i>	56
	I.	Einleitende Bemerkungen.....	56
	II.	Best execution beim Selbsteintritt.....	57
	1.	Anwendung von Treue- und Sorgfaltspflichten.....	57
	a.	Allgemeine Ausführungen.....	57
	b.	Streitpunkt in der Doktrin.....	58
	c.	Stellungnahme.....	59
	2.	Inhalt der best execution bei Selbsteintritt.....	60
	a.	Pre-execution – gleichbleibender Pflichtenkatalog.....	60
	b.	Ausführung i.e.S.....	61
	c.	Post-execution.....	63
	ca.	Abrechnung bei Internalisierung.....	63
	cb.	Dokumentation.....	65
III.		Best execution bei Kaufverträgen.....	66
	1.	Anwendung von Treue- und Sorgfaltspflichten.....	66
	2.	Inhalt der best execution bei Kaufverträgen.....	69
	a.	Pre-execution – vorgelagerte Information.....	69
	aa.	Risikoaufklärung.....	69
	ab.	Marktpreisaufklärung.....	70
	ac.	Ausführung i.e.S. - Übervorteilung als Schranke.....	70
	b.	Post-execution – Abrechnungsanzeige.....	72
IV.		Zusammenfassung und Würdigung.....	72
§ 7.		<i>Wegbedingung von Pflichten und Auftragsdelegation</i>	74
	I.	Wegbedingung von Pflichten.....	74
	1.	Dienstleistungsverträge.....	74
	a.	Rechenschaftsablegungspflichten.....	74

	b. Ablieferungspflicht	76
	c. Sorgfaltspflicht.....	76
	d. Weitere Fragen.....	78
	da. Verschuldensbeschränkung	78
	db. Form des Verzichts	80
	2. Kaufverträge.....	82
	II. Delegation des Auftrages	83
	1. Möglichkeit der Weiterleitung	83
	2. Hilfspersonenhaftung vs. Substitution.....	83
	a. Bedeutung der Unterscheidung und Interessenanalyse	83
	b. Substitution im Besonderen	85
	ba. Befugte und unbefugte Substitution.....	85
	bb. Sorgfältige Auswahl und Instruktion	86
	III. Zusammenfassung	87
§ 8.	<i>Folgen einer Pflichtverletzung</i>	88
	I. Vertragliche Ansprüche.....	88
	1. Dienstleistungsverträge	88
	a. Grundlagen vertraglicher Haftung	88
	b. Ausgewählte Einzelfragen	90
	ba. Selbstverschulden bei der Schadenersatzbemessung	90
	bb. Beweisfragen	91
	bc. Verlust des Honoraranspruches	91
	2. Kaufvertragliche Ansprüche.....	93
	II. Gesetzliche Anspruchsgrundlagen und Vertrauenshaftung	93
	III. Durchsetzung bei vertraglicher Pflichtverletzung.....	96
	1. Durchsetzungsdefizit.....	96
	2. Problemlösungsansätze	97
§ 9.	<i>Zusammenfassung und Würdigung</i>	101
	I. Zusammenfassung	101
	II. Würdigung.....	105
	AUFSICHTSRECHTLICHE UNTERSUCHUNG	107
§ 10.	<i>Rechtsgrundlagen und Anwendungsbereiche</i>	107
	I. Einführung zu den Verhaltensregeln	107
	II. Best execution in kapitalmarktrechtlichen Erlassen	109
	1. BankG, BEHG und RS Marktverhaltensregeln	109
	a. Rechtsgrundlagen und Geltungsbereich	109
	b. Revision des BEHG und des RS Marktverhaltensregeln	112
	2. Kollektivanlagengesetz	114
	3. Geldwäschereigesetz.....	114
	4. Selbstregulierung.....	115
	a. Grundlagen.....	115
	b. Ausgewählte Selbstregulierungserlasse	116
	ba. Konkretisierung BEHG	116
	bb. Konkretisierung KAG.....	117
	bc. Konkretisierung GwG.....	117
	III. Verhältnis der verschiedenen Rechtsquellen zueinander.....	118
	IV. Zusammenfassung	120
§ 11.	<i>Inhalt der aufsichtsrechtlichen best execution</i>	122
	I. Pre-execution.....	122
	1. Vorgelagerte Information	122

2. Umgang mit Weisungen.....	123
II. Ausführung i.e.S.....	124
1. Umgehende und vollständige Ausführung	124
2. Bestmöglicher Preis	125
3. Bestmöglicher Ort	126
4. Zusammenfassung.....	128
III. Post-execution	128
1. Rechenschaftsablegung (Abrechnung und Dokumentation).....	128
2. Ablieferung	130
IV. Selbsteintritt und Kaufvertrag	131
1. Selbsteintritt	131
2. Kaufvertrag	132
V. Zusammenfassung	132
§ 12. Folgen einer Pflichtverletzung.....	134
§ 13. Zusammenfassung und Würdigung	137
I. Zusammenfassung	137
II. Würdigung.....	139
WETTBEWERBSRECHTLICHE ANALYSE.....	140
§ 14. Aufsichtsrechtlicher Wettbewerbschutz	140
§ 15. Börsenpflicht im Fokus des Kartellgesetzes.....	143
I. Bereits erfolgte Vorabklärung nach damaliger Regelung	143
1. Vorbemerkung	143
2. Marktbeherrschende Stellung.....	144
3. Missbräuchliches Verhalten	144
II. Heute geltende Regelung nach SIX-HR	146
§ 16. Perspektiven des Lauterkeitsrechts.....	147
§ 17. Zusammenfassung und Würdigung	148
STRAFRECHTLICHE ERWÄGUNGEN	151
§ 18. Kapitalmarktrechtliche Straftatbestände	151
I. Vorbemerkungen	151
II. Insiderhandel	152
III. Kursmanipulation	153
§ 19. Strafbare Handlungen gegen das Vermögen	155
I. Pre-execution.....	155
II. Während der Ausführung	156
III. Post-execution	157
1. Falsche Abrechnung und Dokumentation	157
2. Verletzung der Ablieferungspflichten	159
§ 20. Zusammenfassung und Würdigung	160
SYSTEMATISCHE SCHLUSSBETRACHTUNG	162
§ 21. Rückblick und Problemerkfassung.....	162
I. Rückblick	162
II. Problemerkfassung	164
1. Doppelnormdiskussion.....	164
2. Untersuchung konkreter Diskrepanzen	166
§ 22. These einer umgekehrten Beeinflussung mit Ausstrahlungswirkung ..	169
I. These und Begründung.....	169
1. Einleitung	169
2. Deckungsgleichheit zwischen den Rechtsgebieten.....	170

3. Verneinung des Doppelnormcharakters	171
4. Ausstrahlungswirkung des Aufsichtsrechts auf das Zivilrecht.....	173
II. Konsequenzen der These.....	175
1. Inhalt von best execution ist dem Privatrecht zu entnehmen.....	175
2. Keine best execution bei Kaufverträgen.....	176
3. Beschränkung der best execution auf Kundengeschäfte.....	176
4. Zwingender Kerngehalt der best execution.....	177
5. Kein Schutznormcharakter.....	178
§ 23. Zusammenfassung.....	179
3. TEIL: INTERNATIONALE ASPEKTE	181
EINSCHRÄNKUNG DER JURISDIKTIONEN	181
BEST EXECUTION IN DER EU.....	183
§ 24. <i>Privatrechtliche Regelungen am Beispiel Deutschlands</i>	183
§ 25. <i>Aufsichtsrecht</i>	184
I. Vorbemerkungen zur MiFID	184
II. Instrumente der MiFID zur Umsetzung der best execution.....	187
1. Ausführungsgrundsätze (Policy-Modell)	187
2. Ausbau der Vor- und Nachhandelstransparenz	188
3. Verstärkte Erfassung des automatisierten Handels.....	190
BEST EXECUTION IN DEN USA.....	192
§ 26. <i>Privatrecht</i>	192
§ 27. <i>Aufsichtsrecht</i>	192
ERGEBNISSE AUS DER RECHTSVERGLEICHUNG UND KONNEX ZUR SCHWEIZ.....	195
§ 28. <i>Ergebnisse aus der Rechtsvergleichung</i>	195
§ 29. <i>Vergleich ausgewählter Problemfelder mit der Schweiz</i>	196
I. Beibehaltung der bestehenden best execution aus inhaltlicher Sicht.....	196
II. Keine Umsetzung des Policy-Ansatzes	197
III. Keine Lokalisierung der best execution auf Handelsplatzebene.....	199
IV. Teilweiser Ausbau der Transparenz	200
1. Vorbemerkung	200
2. Zum Transparenzausbau in der Schweiz de lege lata.....	201
3. Zum Transparenzausbau in der Schweiz de lege ferenda.....	203
a. Ausweitung der Vorhandelstransparenz auf Effektenhändler.....	203
b. Hinweise für einen Transparenzausbau.....	204
V. Verstärkte Erfassung des automatisierten Handels.....	205
VI. Zusammenfassung.....	206
4. TEIL: EXKURS ZUM FIDLEG	207
STOSSRICHTUNG DES NEUEN GESETZES BETREFFEND BEST EXECUTION	207
WÜRDIGUNG	210
5. TEIL: KERNAUSSAGEN	213
 ANHANG: GLOSSAR/ TERMINOLOGIE.....	 219
SACHREGISTER.....	223