

Herausgegeben im Auftrag der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich von S.K. Alexander, R. Arnet, P. Breitschmid, A. Böhler,
H.C. von der Crone, A. Heinemann, H. Heiss, R.M. Hilty, C. Huguenin, D. Jakob,
P. Nobel, W. Portmann, A.K. Schnyder, R. Sethe, H.U. Vogt, R.H. Weber

Simon Bühler

OTC-Handel mit nichtkotierten Aktien

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis	XXIII
Materialienverzeichnis	LI
Verzeichnis der Internetquellen	LVII
Abkürzungsverzeichnis	LXVII
Tabellenverzeichnis	LXXV
Abbildungsverzeichnis	LXXV
§ 1 Einleitung	1
I. Gegenstand	1
II. Ausgangslage und Erkenntnisinteresse	2
III. Bedeutsamkeit der Forschungsarbeit	4
§ 2 Realien	7
I. Parteien des OTC-Handels	7
A. Anbieter des organisierten ausserbörslichen Handels (OTC-Plattformen)	7
B. Handelsteilnehmer	8
C. Emittenten	8
1. Beschreibung	8
2. Voraussetzungen für ein Listing	9
a) Kein Erfordernis der Zustimmung des Emittenten	9
b) Fehlen formeller Zulassungsbedingungen	10
c) Free Float und Marktkapitalisierung	10
d) SIS-fähige Titel	11
e) Vinkulierung	12
f) Publizität und Rechnungslegung	13
3. Motive privater Gesellschaften für ein Listing	14
a) Beschränkter Einfluss des Emittenten	14
b) Verbreiterung des Aktionariats	14
c) Nachfolgeregelung	14
d) Vorstufe zu einer Börsenkotierung	15
e) Kapitalbeschaffung	15
f) Reputation	16

D.	Anleger	16
1.	Dominanz von Privatanlegern	16
2.	Motive für eine Anlage	17
a)	Rendite	17
b)	Mitgliedschaftsrechte	22
c)	Liebhabermotive	22
II.	Funktionsweise	22
A.	Kategorie 1: Quasi-Market Making mit Kurslisten	23
B.	Kategorie 2: Handelssystem mit ausschliesslichem Matching	25
1.	Entwicklung der OTC-X als Marktführerin	25
2.	Funktionsweise der OTC-X	26
a)	Handelsgegenstand	26
b)	Handelsteilnehmer	26
c)	Handel: Matching und Clearing	26
d)	Market Making	27
e)	Settlement	28
C.	Kategorie 3: Handelssystem mit Matching und Eigenhandel	28
D.	Vergleich: Inter-dealer quotation systems in den USA	29
III.	Wettbewerb der Handelsplätze	31
A.	Unterscheidung Anbieter- und Segmentwettbewerb	31
B.	Aus Sicht der Anleger	31
1.	Anbieterwettbewerb	31
2.	Segmentwettbewerb	32
a)	Abgrenzung durch WEKO	32
b)	Liquidität	33
c)	Regulierungsniveau	34
d)	Ergebnis	34
C.	Aus Sicht der Intermediäre	35
1.	Anbieterwettbewerb	35
2.	Segmentwettbewerb	35
D.	Aus Sicht der Emittenten	37
1.	Anbieterwettbewerb	37
2.	Segmentwettbewerb	37
a)	Wahl zwischen Börse, OTC-Plattform und privatem Handel	37
b)	Dekotierungstendenz	38

c) Gründe der Dekotierung	40
IV. OTC-Handel als Teil des Finanzmarkts	45
A. Kapitalmarkt als Teil des Finanzmarkts	45
B. Kapitalmarktsegmente	45
1. Primär- und Sekundärmarkt	46
2. Unterscheidung anhand der Anlageinstrumente	46
a) Beteiligungsrechtliche Instrumente	46
b) Forderungsrechtliche Instrumente	47
c) Derivate	48
3. Organisierter und nicht organisierter Kapitalmarkt	49
C. Funktion des Kapitalmarkts	50
1. Allokationsfunktion	50
2. Marktfunktion	51
3. Bewertungsfunktion	52
D. Effizienz des Kapitalmarkts	52
1. Effizienzkriterien zur Beurteilung der Funktionsfähigkeit	52
2. Allokationseffizienz als abstraktes Ziel	53
3. Informationseffizienz	54
4. Verfahrenseffizienz	55
a) Transaktionskosten	55
b) Liquidität	56
E. Beurteilung der Effizienz des OTC-Markts	58
1. Informationseffizienz	58
2. Verfahrenseffizienz	59
3. Ergebnis: Geringe Effizienz des OTC-Markts	60
V. OTC-Handel als KMU-Finanzierung?	61
A. Aktuelle Situation	61
B. Wirtschaftliche Bedeutung des Kapitalmarktzugangs von KMU	61
C. Weitere Formen des Kapitalmarktzugangs	62
1. Private-Equity-Finanzierung	62
2. Crowdfunding	64
3. Ergebnis: Komplementarität des OTC-Markts	65
D. Ziel der Schaffung funktionierender KMU-Märkte	66
§ 3 Wirtschaftsrechtliche Perspektive	69
I. Wirtschaftsrecht als Koordinationsrecht	69
II. Entscheid für den Wettbewerbsmechanismus	71

III. Subordinationsproblem	74
IV. Institutionalisierung	75
A. Finanzmarktrecht als institutionalisiertes Marktrecht	75
1. Anknüpfung an die Ziele des Finanzmarktrechts	75
2. Etappen der Finanzmarktregulierung	76
a) Entstehung des BankG von 1934	76
b) Einführung AFG 1966	80
c) Revision des BankG 1970	81
d) Gescheiterte Revision des BankG 1982	81
e) Verfassungsgrundlage in Totalrevision der BV	82
f) Einführung BEHG 1992	83
g) Totalrevision AFG 1992	84
h) KAG	85
i) FINMAG	85
j) Revision BankG «too big to fail»	86
k) Aktuelle Gesetzgebungsprojekte	86
3. Folgerungen	88
a) Krisengetriebenheit der Finanzmarktregulierung	88
b) Primat des Funktionsschutzes: Massgeblichkeit der Effizienzkriterien	89
c) Individualschutz als weiteres Schutzziel	90
d) Erweiterung der Schutzziele um die Wettbewerbsfähigkeit	95
e) Allgemeine Vorgaben eines Eingriffs	97
f) Vorverschiebung des Eingriffszeitpunkts	99
B. Aktienrecht als institutionalisiertes Marktrecht	100
1. Historischer Zweck als Kapitalsammelbecken	100
2. Zentrale Rolle der Börsen	101
3. Traditionelles Konzept der Einheit des Aktienrechts	102
4. Zweiteilung anhand des Kriteriums der Kotierung	105
V. Folgerungen für den Gang der Untersuchung	106
A. Funktionale Perspektive	106
B. Interdisziplinarität	107

C.	Internationalität	107
§ 4	Abgrenzung von Börsen und ausserbörslichen Handelsformen	109
I.	Problemstellung	109
A.	Börsenhandel und ausserbörslicher Handel	109
B.	Traditionell unterschiedliche Funktionsweise der Handelsformen	111
C.	Annäherung der Handelssysteme durch technischen Fortschritt	111
D.	Erscheinungsformen ausserbörslicher Handelssysteme	112
1.	Bulletin Boards	113
2.	Crossing-Systeme	114
3.	Proprietary Trading Systems (PTS)	114
E.	Wettbewerb zwischen den Handelssystemen	115
F.	Börsenbegriff als Herausforderung	116
1.	Regulatorisches Bedürfnis	116
2.	Anforderungen an die Abgrenzung	117
a)	Förderung von Wettbewerb und Innovation	117
b)	Wettbewerbsneutralität: Schaffung eines Level Playing Fields	118
c)	Flexibilität	119
3.	Vorgehen	119
II.	Dichotomie zwischen Börse und Effektenhändlern	120
A.	Amerikanische Regulierung bis 1985	120
1.	Regulierungskonzeption	120
2.	Legaldefinitionen von Börse und Broker-Dealern	120
3.	Regulierung des ausserbörslichen Handels als Broker-Dealer	121
4.	Infragestellung der Dichotomie durch ausserbörsliche Handelssysteme	122
B.	Deutsche Finanzmarktregulierung bis 2002	124
1.	Europäische Vorgaben in Teilbereichen	124
2.	Regelung der Börsenorganisation im BörsG	125
3.	Regelung des Wertpapierhandels in WpHG und KWG	126
4.	Qualifikation der ausserbörslichen Handelssysteme	126

C.	Ergebnis	128
III.	Schutzzweckbezogene Einzelfallregulierung	129
A.	USA: No-Action-Letter-Ansatz	129
1.	Konzept	129
2.	Rechtsprechung	130
B.	Deutschland: Viertes Finanzmarktförderungsgesetz	132
1.	Börsenähnliche Einrichtung als Lösungsansatz	132
2.	Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz	133
a)	Dreistufiges Regulierungskonzept	133
b)	Elektronisches Handelssystem	133
c)	Abgrenzung zwischen sonstigem elektronischem Handelssystem und börsenähnlicher Einrichtung	134
3.	Abgrenzung zwischen Börse und börsenähnlicher Einrichtung	135
4.	Schutzzweckbezogene Einzelfallregulierung für börsenähnliche Einrichtungen	136
5.	Probleme der Regelung	137
C.	Schweiz: BEHG	138
1.	Orientierung an internationaler Regulierung	138
2.	Sachlicher Geltungsbereich	139
3.	Handelsplattformen	139
a)	Börse	139
b)	Börsenähnliche Einrichtung	141
c)	Ergebnis	147
4.	Effekthändler	148
a)	Eigenhändler	148
b)	Market Maker	149
c)	Kundenhändler	150
5.	Nicht-Effekthändler	151
D.	Ergebnis	152
IV.	Generell-abstrakte Abgrenzung	153
A.	USA	153
1.	Rechtssetzungsvorhaben der SEC	153
2.	Concept Release	154
3.	Regulation ATS	155
a)	Neue Legaldefinition der Börse	156
b)	Ausnahmetatbestand des ATS	157

c)	Ergebnis: Dreistufige Regelung	158
B.	EU: Entwicklung einer europäischen Finanzmarktarchitektur	159
1.	Umfassende Regelung des Finanzmarkts durch MiFID	159
2.	Erarbeitung eines Regulierungskonzepts durch das CESR	160
3.	MiFID I	161
a)	Konzept	161
b)	Handelsplätze	162
c)	Wertpapierfirma	164
d)	Ergebnis	164
4.	Umsetzung in Deutschland	165
5.	MiFID II	165
a)	Revisionsbedarf	165
b)	Inkraftsetzung	166
c)	Geregelter Markt und MTF	166
d)	Einführung des OTF als Auffangtatbestand	168
e)	Systematischer Internalisierer	170
f)	Konzentration des Handels auf Handelsplattformen und systematische Internalisierer	171
C.	Schweiz: FinfraG und Revisionsvorhaben FIDLEG/FINIG	172
1.	Konzept	172
2.	Übernahme der Abgrenzungskriterien Multilateralität und Nichtdiskretionarität	173
3.	Börse	173
4.	Multilaterales Handelssystem	174
5.	Organisiertes Handelssystem	174
a)	Vorentwurf	174
b)	Neufassung im Entwurf und definitiver Fassung	175
6.	Regelung der Effekthändler im FINIG	176
7.	Erfassung von Nicht-Effekthändlern als Finanzdienstleister	176
8.	Abweichungen zur MiFID II	177
a)	Abgrenzungskriterien	177

b)	Keine zwingende Multilateralität des organisierten Handelssystems	178
c)	Möglichkeit des diskretionären, multilateralen Handels mit Eigenkapitalinstrumenten	178
d)	Fehlende Abgrenzungskriterien zwischen Effekthändler und organisiertem Handelssystem mit bilateralem Handel	179
D.	Ergebnis: Generell-abstrakte Abgrenzung nach den Kriterien Multilateralität und Diskretionarität	179
1.	Durchsetzung der Abgrenzungskriterien	179
2.	Unterschiedliche Auslegung des Kriteriums Multilateralität	180
a)	Problemstellung	180
b)	Relevanz der unterschiedlichen Auslegung	180
c)	Variante 1: Vielseitigkeit der Interessen	181
d)	Variante 2: Vielseitigkeit der Vertragsparteien	181
e)	Ergebnis	183
3.	Abnehmende Brisanz der Abgrenzungsproblematik	184
4.	Unterschiedliche Zuordnung anhand der Abgrenzungskriterien	184
§ 5	Qualifikation der OTC-Plattformen	187
I.	Vorgehen	187
II.	Schutzzweckbezogene Qualifikation nach aBEHG	187
A.	Qualifikation als Börse oder börsenähnliche Einrichtung	187
1.	Kriterien	187
2.	OTC-Plattform mit quasi-Market Making	188
3.	OTC-Plattform mit ausschliesslichem Matching	189
4.	OTC-Plattform mit Matching und Eigenhandel	190
B.	Qualifikation als Effekthändler	190
1.	Weitergeltung unter dem FinfraG	190
2.	Gewerbsmässigkeit als allgemeine Voraussetzung	191
3.	OTC-Plattform mit quasi-Market Making	191

4.	OTC-Plattformen mit ausschliesslichem Matching	192
5.	OTC-Plattformen mit Matching und Eigenhandel	193
C.	Unterstellung als Nicht-Effekthändler	193
D.	Ergebnis: (Faktische) Regulierung als Effekthändler	194
III.	Qualifikation anhand generell-abstrakter Kriterien	195
A.	Diskretionärer Handel vs. nichtdiskretionärer Handel	195
B.	Multilateralität vs. Bilateralität	195
C.	Zuordnung anhand der Abgrenzungskriterien	196
1.	OTC-Plattform mit quasi-Market Making	196
a)	Ausgangslage	196
b)	USA	196
c)	EU: MiFID II	197
d)	Schweiz: FinfraG sowie E-FIDLEG und E-FINIG	197
2.	OTC-Plattform mit ausschliesslichem Matching	198
a)	Ausgangslage	198
b)	USA	199
c)	EU: MiFID II	199
d)	Schweiz: FinfraG	199
3.	OTC-Plattformen mit Matching und Eigenhandel	199
a)	Ausgangslage	199
b)	USA	200
c)	EU: MiFID II	200
d)	Schweiz: FinfraG	200
4.	Exkurs: Qualifikation von OTCBB und OTC Link	200
D.	Ergebnis	201
§ 6	Materielle Vorgaben für den Effektenhandel	205
I.	Vorgehen	205
II.	Verhältnis zwischen Kunde und Bank	205
A.	Annahme einer Execution-Only-Beziehung	205
B.	Privatrechtliche Qualifikation	206
C.	Pflichten der Bank als Intermediärin	208

1.	Beschaffung des Finanzprodukts	208
2.	Sorgfaltspflicht	208
a)	Best Execution	209
b)	Allokation und Abrechnung	213
3.	Treuepflicht	213
a)	Organisationspflichten	214
b)	Verhaltenspflichten	215
c)	Offenlegung von Interessenkonflikten	216
4.	Informationspflicht	217
III.	Verhältnis zwischen Intermediärin und Gegenpartei	218
A.	Allgemein	218
B.	OTC-Plattform mit ausschliesslichem quasi-Market Making mittels Kurslisten	220
C.	OTC-Plattform mit ausschliesslichem Matching	221
1.	Matching	221
2.	Selbsteintritt	222
D.	OTC-Plattform mit Matching und Eigenhandel	223
1.	Unterscheidung zwischen zwei Varianten	223
2.	Variante 1: Matching	224
3.	Variante 2: Eigenhandel	224
E.	Auswirkungen der Vinkulierung	225
§ 7	Ergänzende Vorgaben für Handelsplattformen	227
I.	Ausgangspunkt und Vorgehen	227
II.	Bewilligungspflicht	227
III.	Zulassung von Handelsteilnehmern	228
IV.	Allgemeine Pflicht zu Vorkehrungen gegen Interessenkonflikte	230
V.	Handelsregeln	231
A.	Aufstellung nichtdiskretionärer Handelsregeln	231
B.	Eigenhandel	232
VI.	Handelstransparenz	233
VII.	Sicherstellung des geordneten Handels	234
VIII.	Marktüberwachung	235
IX.	Handelszulassung der Titel	236
X.	Ergebnisse	237
§ 8	Emittenten	239
I.	Ausgangslage	239
II.	Transparenzpflichten und Verbot des Insiderhandels	239

A.	Zweck: Reduktion der Informationsasymmetrie	239
B.	Publizitätspflichten	242
1.	Prospektpflicht bei Emission	242
a)	Schweiz	242
b)	EU	244
c)	USA	245
2.	Laufende Berichterstattung	246
a)	Schweiz	246
b)	EU	247
c)	USA	248
C.	Verbot des Ausnützens von Insiderinformationen	251
1.	Schweiz	251
a)	Regelung vor Inkrafttreten des FinfraG	251
b)	FinfraG	252
2.	EU	253
3.	USA	253
D.	Ergebnis: Unterschiedliche Erfassung der Emittenten	253
III.	Vinkulierung	255
A.	Notwendigkeit der freien Übertragbarkeit	255
B.	Vinkulierung als Einschränkung der Handelbarkeit	256
1.	Vinkulierung im Aktienrecht vor 1991	257
a)	Gesetzliche Regelung	257
b)	Folgen einer Verweigerung durch die Gesellschaft	258
2.	Vinkulierung im geltenden Aktienrecht	261
a)	Umfassende Neuregelung	261
b)	Börsenkotierung als Abgrenzungskriterium	261
c)	Ablehnungsgründe	263
d)	Folgen einer Verweigerung durch die Gesellschaft	264
3.	Vinkulierung bei OTC-Handel mit nichtkotierten Aktien	266
a)	Bestimmung der anwendbaren Vinkulierungsordnung	266
b)	Ablehnungsgründe	268
c)	Konsequenzen für das Settlement im OTC-Handel	269

	d) Rückabwicklung bei Verweigerung	270
§ 9	Risiken und Probleme	273
	I. Gefahr einer preislichen Übervorteilung des Anlegers	273
	A. Fehlende regulatorische Erfassung von quasi-Market Maker	273
	B. Potenziell nachteilige Auswirkungen durch Interessenkonflikte im Matching	274
	C. Informationsasymmetrien zu Emittenten	276
	II. Liquiditätsrisiko	277
	III. Reduktion der Transaktionssicherheit durch Vinkulierungsproblematik	278
	IV. Expectation Gap	278
	V. Fehlen eines Level Playing Fields und Anreiz eines Race to the Bottom	279
§ 10	Lösungsansätze	281
	I. Regulierung multilateraler, organisierter Handelssysteme als Handelsplatz	281
	II. Verbot des diskretionären, multilateralen Handels in Aktien	282
	III. Verbot des Eigenhandels	283
	IV. Informationspflichten der Emittenten	283
	A. Nutzen bei illiquiden Märkten?	283
	B. Regulatorische Erfassung der Emittenten	285
	C. Ergebnis	286
	V. Massnahmen zur Erhöhung der Liquidität	287
	A. Möglichkeiten und Grenzen	287
	B. Transparenz des Orderbuchs	288
	C. Market Making	288
	D. Zentralisierung des Handels	289
	E. Periodischer Handel	290
	VI. Lösung der Vinkulierungsproblematik	290
	A. De lege lata	290
	1. Verzicht auf eine Vinkulierung durch Emittenten	290
	2. Abweichende Vinkulierungsordnung durch den Emittenten	291
	3. Statutarische Stimmrechtsbeschränkung	293
	4. Abkommen zwischen Banken und Emittenten	293

B. De lege ferenda	294
§ 11 Zusammenfassung der Ergebnisse	295
I. Annäherung an den Börsenhandel	295
II. Herausforderung für die Regulierung	295
III. Dynamische Entwicklung des OTC-Begriffs	297
IV. Regulierung des OTC-Handels mit nichtkотиerten Aktien vor Inkrafttreten des FinfraG	298
A. Qualifikation	298
B. Materielle Vorgaben des Effektenhandels	299
C. Defizite der ausschliesslichen Regelung als Effekthändler	300
V. Weitgehende Fortführung der Rechtslage im FinfraG	301
VI. Vorschläge	302
VII. Ausblick: Potenzial zum Ausbruch aus dem Nischenmarkt?	303
Index	305